

Ced 1502/0486



**Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas**



Tesis de la Maestría en Administración

**“Financiamiento para PyMEs basado en la utilización
del fideicomiso”**

Autor: Cdor. Guillermo Juan Quinelli

Tutor: Prof. Heriberto H. Fernández

Buenos Aires, Octubre de 2010



Agradecimientos

Dedico esta tesis a mi esposa, quien me ha sostenido durante todo este proceso con su amor y paciencia, estímulo e incondicional apoyo.

A mis padres, por haber dedicado sus vidas a formar la persona que soy.

Por otra parte, agradezco a Franco Marcelo Alejandro, Cambon Javier Mario, Moscovich Damian, Ferreyra Jorge, Quinelli Luis, Tcharikian Gustavo Darío, Llambías Ariel, Diéguez Hugo, Boero Federico, Ramos Jorge, Pertierra Canepa Francisco, Benitez Daniel, Lombardo Diego, Medigovich Sergio, Cosentino Héctor y Cassagne Ramón, todos ellos profesionales que han brindado su tiempo y desinteresada contribución compartiendo sus conocimientos, experiencias y puntos de vista los cuales han sido un invaluable aporte para la realización de esta producción intelectual.

Agradezco también al Dr. Jorge Stern, quien me ha sostenido durante todo el proceso con su constante motivación y enorme generosidad, sin la cual no hubiera llegado a este fin.

Mi más sincero agradecimiento a mi tutor el Prof. Heriberto Fernández por su permanente guía crítica, preciada colaboración y muy especialmente por su compromiso con la exigencia en la constante búsqueda de la excelencia académica lo cual me ha incentivado a buscar caminos de resolución originales.



Declaración

"Declaro que el material incluido en esta tesis es, a mi mejor saber y entender, original, producto de mi propio trabajo (salvo en la medida en que se identifiquen explícitamente las contribuciones de otros), y que no he presentado este material en forma parcial o total, como una tesis, en ésta u otra institución".

Cdor. Guillermo Juan Quinelli



Índice de contenidos	- 5 -
Índice de gráficos	- 8 -
Índice de cuadros	- 9 -



ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. RESUMEN DE CONTENIDOS	- 11 -
2. INTRODUCCIÓN	- 13 -
3. FUNDAMENTACIÓN DEL TEMA DE LA TESIS	- 14 -
3.1. Planteo del Problema.	- 14 -
3.2. Justificación.	- 15 -
4. OBJETIVOS DE LA TESIS	- 18 -
4.1. Objetivo general.	- 18 -
4.2. Objetivos específicos.	- 18 -
5. METODOLOGÍA APLICADA PARA LA ELABORACIÓN DE LA TESIS	- 19 -
6. MARCO TEÓRICO	- 22 -
6.1. ¿Empresa micro, pequeña o mediana?	- 22 -
6.2. La Financiación y el financiamiento de proyectos.	- 22 -
6.2.1. Decisiones de estructura de financiamiento y de capital.	- 23 -
6.3. Los modelos financieros en PyMEs.	- 24 -
6.4. Fuentes y mecanismos de financiación empresarial.	- 25 -
6.4.1. Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).	- 27 -
6.4.2. Securitización.	- 28 -
6.4.3. Fideicomiso.	- 28 -
6.5. Riesgo e incertidumbre en las finanzas.	- 28 -
6.6. Relación ganar / ganar.	- 30 -
6.7. Responsabilidad social empresarial, ética y negocios fiduciarios.	- 30 -
6.8. El fideicomiso.	- 31 -
6.8.1. Antecedentes y evolución histórica del fideicomiso.	- 32 -
6.8.1.1. Antecedentes romanistas.	- 32 -
6.8.1.2. De la fiducia romana al trust anglosajón.	- 33 -
6.8.1.3. Antecedentes latinoamericanos.	- 33 -
6.8.1.4. Antecedentes en la Argentina.	- 34 -
6.8.2. El contrato del fideicomiso.	- 35 -
6.8.3. Partes del Fideicomiso.	- 35 -
6.8.3.1. Fiduciante.	- 36 -
6.8.3.2. Fiduciario.	- 37 -
6.8.3.3. Beneficiario.	- 40 -
6.8.3.4. Fideicomisario.	- 41 -
6.8.4. Las partes del fideicomiso y su concurrencia.	- 42 -
6.8.5. Objeto del contrato de fideicomiso.	- 42 -
6.8.6. Elementos típicos y caracteres.	- 43 -
6.8.7. Dominio fiduciario.	- 44 -
6.8.8. El fideicomiso ante la Insuficiencia patrimonial.	- 46 -
6.8.9. Extinción del fideicomiso.	- 47 -
6.8.10. Distintas clases de fideicomiso.	- 47 -
6.8.10.1. Fideicomisos de garantía.	- 47 -
6.8.10.2. Fideicomisos de administración.	- 48 -
6.8.10.3. Fideicomisos financieros.	- 48 -
6.8.10.4. Otros tipos de Fideicomisos.	- 49 -



6.8.11.	Aspectos impositivos generales del fideicomiso.	- 50 -
6.8.12.	Aspectos contables generales del fideicomiso.	- 52 -
6.9.	La globalización y la problemática de la financiación.	- 53 -
6.10.	Competitividad empresarial.	- 54 -
7.	ANÁLISIS DE SITUACIÓN	- 56 -
7.1.	Importancia de las PyMEs.	- 56 -
7.2.	La dimensión del problema.	- 57 -
7.2.1.	Política económica de Argentina y riesgo soberano.	- 57 -
7.2.1.1.	La inflación.	- 59 -
7.2.1.2.	El fideicomiso en contexto.	- 61 -
7.2.2.	El sistema bancario.	- 61 -
7.2.2.1.	Tasas de interés.	- 61 -
7.2.2.2.	Depósitos.	- 62 -
7.2.2.3.	Principales indicadores monetarios.	- 64 -
7.2.2.4.	Préstamos.	- 65 -
7.2.2.5.	Evolución del financiamiento bancario a las PyMEs.	- 70 -
7.2.2.6.	Modelos de scoring de riesgo crediticio en los bancos.	- 78 -
7.2.2.7.	Requisitos del sistema bancario para la aprobación de un crédito.	- 80 -
7.2.2.8.	La presión tributaria sobre los bancos.	- 81 -
7.2.3.	El mercado de capitales.	- 82 -
7.2.3.1.	El rol de las PyMEs dentro del mercado de capitales.	- 84 -
7.2.3.2.	Departamento de PyMEs en la BCBA.	- 86 -
7.2.3.3.	Requisitos de información del mercado de capitales.	- 87 -
7.2.3.4.	Evolución del financiamiento a las PyMEs en el mercado de capitales.	- 88 -
7.2.4.	La securitización y su evolución en nuestro país.	- 96 -
7.2.5.	SGR, otorgamiento de avales y contragarantías.	- 97 -
7.2.5.1.	Pasos para obtener una garantía.	- 97 -
7.2.5.2.	Beneficios de obtener una garantía de SGR.	- 98 -
7.2.5.3.	Montos avalados por tipo de instrumento.	- 99 -
7.2.6.	El financiamiento privado.	- 100 -
7.2.7.	La informalidad y la falta de profesionalización de las PyMEs.	- 101 -
7.2.8.	La banca marginal o ilegal.	- 104 -
7.2.9.	El Estado y la difusión del crédito.	- 105 -
7.2.9.1.	Herramientas de política pública basadas en la utilización del fideicomiso.	- 108 -
7.2.9.2.	La aplicabilidad ante el elevado riesgo institucional.	- 109 -
7.2.9.3.	Proyecto de ley.	- 110 -
7.3.	Tratamiento fiscal del fideicomiso.	- 111 -
7.3.1.	Fideicomisos financieros. Modificaciones que alteraron el uso de la herramienta.	- 112 -
7.3.1.1.	Cambios en el tratamiento fiscal. Impuesto a las ganancias.	- 113 -
7.3.1.2.	Contingencias Fiscales. Impuesto a los sellos.	- 114 -
7.4.	Costos de estructuración de un fideicomiso.	- 114 -
7.4.1.	Costo de la operatoria de securitización para PyMEs.	- 122 -
7.5.	Ventajas y beneficios del fideicomiso.	- 123 -
7.5.1.	Ventajas de la securitización	- 126 -
7.6.	Aspectos claves que podrían determinar el éxito o fracaso de un fideicomiso.	- 127 -
7.7.	Etapas para estructurar un fideicomiso.	- 128 -
7.8.	Modelos y casos. Fideicomisos aplicados a la financiación de PyMEs.	- 130 -
7.8.1.	Fideicomiso de garantía de financiación a una PyME.	- 130 -
7.8.2.	Securitización y su operatoria.	- 133 -
7.9.	Síntesis del trabajo de campo realizado.	- 134 -



8. CONCLUSIONES	- 139 -
9. RECOMENDACIONES	- 149 -
10. BIBLIOGRAFÍA	- 155 -
10.1. Publicaciones.	- 157 -
10.2. Páginas de Internet.	- 159 -
11. ANEXOS	- 161 -
11.1. Entrevistas.	- 161 -
11.1.1. Franco, Marcelo Alejandro.	- 161 -
11.1.2. Cambon, Javier Mario.	- 168 -
11.1.3. Moscovich, Damian.	- 171 -
11.1.4. Ferreyra, Jorge.	- 174 -
11.1.5. Quinelli, Luis.	- 180 -
11.1.6. Tcharikian, Gustavo Dario.	- 184 -
11.1.7. Llambías, Ariel.	- 190 -
11.1.8. Diéguez, Hugo.	- 194 -
11.1.9. Cassagne, Ramón	- 198 -
11.1.10. Ramos, Jorge.	- 201 -
11.1.11. Pertierra Canepa, Francisco.	- 205 -
11.1.12. Benitez, Daniel.	- 210 -
11.1.13. Lombardo, Diego / Medigovich, Sergio.	- 214 -
11.1.14. Cosentino, Héctor.	- 220 -
11.1.15. Boero, Federico.	- 225 -
11.2. Proyecto de ley de servicios financieros para el desarrollo económico y social.	- 231 -
11.3. Documentación a presentar por empresas que se vinculen crediticiamente al banco.	- 233 -
11.4. Documentación a presentar para el análisis preliminar para la solicitud de cotización en la BCBA.	- 235 -
11.5. Aranceles de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.	- 239 -
11.6. Abreviaturas.	- 242 -



ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Partes del fideicomiso y su operatoria básica.-----	36 -
Gráfico 2. Porcentaje de inflación anualizada en Argentina.-----	60 -
Gráfico 3. Ratio de liquidez del sistema financiero, 2008-2010, porcentaje-----	65 -
Gráfico 4. Variaciones mensuales de los préstamos en pesos al SPNF, 2009-2010, en millones de \$-----	66 -
Gráfico 5. Variaciones mensuales de los préstamos totales al SPNF en pesos y dólares pesificados, 2009-2010, millones de \$-----	69 -
Gráfico 6. Carga tributaria provincial sobre los bancos (Promedio 24 jurisdicciones) -	82 -
Gráfico 7. Evolución de emisiones de fideicomisos financieros en pesos -----	84 -
Gráfico 8. Financiamiento a las PyMEs mediante el mercado de capitales, en millones de pesos -----	90 -
Gráfico 9. Cantidad de emisiones – Cantidad de empresas enero-julio 2006-2010. No incluye sintéticos, relacionados al sector público/ infraestructura. -----	113 -
Gráfico 10: Financiamiento de PyME fideicomisos de administración de cobranza en garantía. -----	131 -
Gráfico 11. Fideicomiso de garantía. -----	133 -
Gráfico 12. Securitización estructura de fideicomiso financiero. -----	134 -



ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1. Clasificación de PyMEs por niveles de ventas-----	22 -
Cuadro 2. Aspectos impositivos generales del fideicomiso. -----	51 -
Cuadro 3 Tasas interanuales de creación bruta de empleo por tamaño de empresa. -	56 -
Cuadro 4. Porcentaje de inflación anualizada de países Americanos seleccionados (%).----	59 -
Cuadro 5. Tasas de interés activas en pesos y variación, % y pp.* -----	61 -
Cuadro 6. Evolución de los depósitos del SPNF en pesos, promedio de saldos y variaciones nominales, millones de \$-----	62 -
Cuadro 7. Evolución de los depósitos del SPNF en dólares, promedio de saldos y variaciones, millones de u\$s.-----	62 -
Cuadro 8. Composición de los depósitos a plazo fijo del SPNF, 2008-2010, %-----	63 -
Cuadro 9. Evolución de los depósitos del sector público en pesos, promedio de saldos y variaciones, millones de \$ -----	63 -
Cuadro 10. Evolución de la base monetaria y las reservas del BCRA (promedios mensuales), en millones de pesos y en porcentaje -----	64 -
Cuadro 11. Préstamos al SPNF en pesos, saldos promedio y variaciones nominales, millones de \$ y %-----	67 -
Cuadro 12. Préstamos al SPNF en moneda extranjera, saldos promedio y variaciones nominales, millones de u\$s y % -----	68 -
Cuadro 13. Préstamos totales al SPNF en pesos y dólares pesificados, saldos promedio y variaciones nominales, millones de \$ y % -----	70 -
Cuadro 14 Porcentaje de empresas que utilizan crédito bancario en Argentina y países seleccionados. -----	71 -
Cuadro 15 Porcentaje de inversiones empresarias financiadas con crédito bancario en Argentina y países seleccionados. -----	72 -
Cuadro 16. Estructura de financiación por tramo de deuda y grupo de bancos, millones de \$, marzo 2009.-----	73 -
Cuadro 17. Estructura de financiación por tramo de deuda y grupo de bancos, millones de \$, marzo 2010-----	73 -
Cuadro 18. Variación nominal por tramo de deuda y grupo de bancos, millones de \$, marzo 2010 vs. marzo 2009 -----	74 -
Trabajo Final de tesis – Cdor. Guillermo Juan Quinelli	- 9 -



Cuadro 19. Variación porcentual por tramo de deuda y grupo de bancos, -----	- 74 -
Cuadro 20. Colocaciones de fideicomisos financieros - julio de 2010. -----	- 83 -
Cuadro 21. Totales negociados por instrumento -----	- 89 -
Cuadro 22. Fideicomisos colectivos de fiduciantes PyMEs -----	- 92 -
Cuadro 23. Fideicomisos individuales de fiduciantes PyMEs -----	- 94 -
Cuadro 24. Montos avalados en el mercado general por las SGR's detallado por tipo de instrumento.-----	- 99 -



1. RESUMEN DE CONTENIDOS

Esta tesis aborda el tema del financiamiento para PyMEs basado en la utilización del fideicomiso.

Como inicio, y para mejor entendimiento, consideramos importante determinar el significado de la palabra “fideicomiso”. Según Kiper Claudio y Lisoprawsky Silvio¹, su significado proviene del latín “fideicommissum” (fides; fe y commissus; confiado), y “fiduciario” que proviene del latín: fiducia (confianza en la traducción). Por lo tanto, el fideicomiso es un contrato que se trata de la confianza depositada por parte del fiduciante (aportante de los bienes) en el fiduciario (administrador del fondo).

A partir del estudio de los problemas de financiamiento y de acceso al crédito que tienen actualmente las PyMEs argentinas, pretendemos aportarles soluciones y sólidas alternativas de financiamiento basadas en la utilización del fideicomiso.

Según Malumian, Diplotti y Gutierrez², “Hoy ya no se discute la necesidad del fideicomiso como herramienta esencial del mercado de capitales. Y como tal, su uso resulta aplicable a todos los factores de este mercado, ya sea como medio de securitización de créditos, como garantía de inmejorable validez en las operaciones crediticias, como medio de financiación directa, para financiar proyectos específicos de inversión, e inclusive, vemos también su desarrollo como herramienta financiera del propio Estado nacional o de los Estados provinciales y municipales. Por eso, ningún operador o profesional relacionado con el mercado financiero puede darse el lujo de desconocer los aspectos básicos y de detalle que hacen a esta herramienta”.

La presente tesis, demandó de la integración de elementos vinculados con distintas materias de la Maestría, que permitió explicar el problema de financiamiento de las PyMEs y la potencial contribución del fideicomiso, tanto en el nivel privado, como público.

Una vez seleccionado el tema de estudio, planteado el problema y definidos los objetivos, se realizó una revisión de la literatura existente sobre la temática abordada. Luego se llevó a cabo una investigación exploratoria en base a entrevistas a referentes de la actividad que estuvieran vinculados con el desarrollo y la ejecución de estrategias de financiamiento para PyMEs con foco en el uso del fideicomiso.

La ejecución de las etapas que se presentan sigue la metodología de trabajo descrita por Mayoral Luisa³, y se desarrollan en 11 capítulos a saber:

Capítulo 1. Resumen de contenidos: se presenta el resumen de los contenidos específicos.

Capítulo 2. Introducción: se presenta el problema investigado contextualizándolo.

¹ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. “Tratado de Fideicomiso”; Editorial Depalma, Buenos Aires. 2da. Edición Actualizada, Bs. As., Año 2004, Pág. 1.

² Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. “Fideicomiso y Securitización”, Editorial La Ley, Segunda Edición, Bs. As., 2006. Pág. IX

³ Mayoral, Luisa. “Metodología del trabajo de tesis”, Editorial CEAE, Tandil, Argentina, (2001).



Capítulo 3. Fundamentación del tema de la tesis: se plantea el análisis del problema y sus alcances indicando su justificación en cuanto su aporte al conocimiento en la materia.

Capítulo 4. Objetivos de la tesis: se define el objetivo general y los objetivos específicos, que indican los lineamientos guía en el desarrollo de la tesis.

Capítulo 5. Metodología aplicada para la elaboración de la tesis: se especifica la metodología sobre la cual se organizó el desarrollo de la tesis.

Capítulo 6. Marco teórico: se presenta el marco teórico, la revisión exhaustiva de la literatura existente que encuadra el tema de tesis.

Capítulo 7. Análisis de situación: se presentan y analizan la información obtenida en el transcurso de la investigación.

Capítulo 8. Conclusiones: se desarrollan las conclusiones, resultado del análisis del abordaje del capítulo 7.

Capítulo 9. Recomendaciones: se presentan las recomendaciones como aporte para considerar para la concepción el desarrollo y la ejecución de estrategias de financiamiento para PyMEs basadas en la utilización del fideicomiso.

Capítulo 10. Bibliografía: se presentan las fuentes de información utilizadas en el transcurso de la investigación. Incluye bibliografía, publicaciones e información obtenida de medios *on-line*.

Capítulo 11. Anexos: incluye la transcripción textual de las entrevistas realizadas en el desarrollo de la investigación, cuyos contenidos fueron extractados y expuestos en el capítulo 7. Asimismo, se encuentra material bibliográfico que complementa los contenidos del análisis de situación.



2. INTRODUCCIÓN

El tema de tesis a desarrollar se titula “financiamiento para PyMEs basado en la utilización del fideicomiso”, implicando en varias situaciones una revisión de los modelos tradicionales de financiamiento existentes.

A partir del estudio de los problemas de financiamiento que tienen actualmente las PyMEs argentinas, pretendemos aportarles soluciones y sólidas alternativas de financiamiento basadas en la utilización del fideicomiso.

Independientemente de la amplia definición que abarca el variado espectro de esquemas financieros asistenciales, nos enfocaremos en la organización de estructuras jurídicas para canalizar recursos a segmentos PyMEs, principalmente en casos donde, por motivos de exposición, de capacidad patrimonial o limitantes de otra índole, resultase necesario o más apropiado organizar un vehículo jurídico específico de canalización de recursos y/o de cobertura de los recursos afectados. En la actualidad, una de las formas más sobresalientes de las estructuras financieras y de estilo más innovador se refiere a la utilización de la figura del fideicomiso que cuenta con el objetivo de lograr mejores condiciones de exposición y mayor flexibilidad de diseño. Veremos las importantes ventajas relativas que tanto financiadores como beneficiarios de los recursos pueden obtener a partir de la incorporación de la mencionada figura jurídica, concepto que definiremos más adelante.

Frente a los problemas de acceso al crédito que tienen actualmente las PyMEs argentinas, haremos especial énfasis en la utilización del fideicomiso como herramienta jurídica que nos permitirá canalizar el financiamiento hacia las PyMEs. Asimismo, será una oportunidad para ofrecer nuevas alternativas de inversión a inversores ávidos de colocar fondos en el mercado local.

En este sentido, será necesario conocer la dimensión del problema y comprender la amenaza que representa para las PyMEs argentinas la falta de financiamiento.

Asimismo, corresponde aclarar que dentro del universo PyME, nos enfocaremos principalmente en PyMEs del sector industrial, comercio, servicios y construcción.

Finalmente, cabe mencionar que la elección del tema de tesis, se ha realizado con la finalidad de integrar y demostrar la aplicación de tecnologías y herramientas como devolución final del acervo académico que acredita el posgrado cursado, especialmente en el área de la administración y las finanzas.



3. FUNDAMENTACIÓN DEL TEMA DE LA TESIS

3.1. Planteo del Problema.

Actualmente muchas PyMEs tienen una gran necesidad de financiamiento e insatisfecha debido a las altas tasas de interés que deben pagar y/o a la falta de créditos de largo plazo. Asimismo el problema se agrava debido a que muchas PyMEs no logran ofrecer o estructurar una garantía adecuada que satisfaga los requerimientos de los potenciales inversores. Por otra parte y paradójicamente, hay en el mercado una gran cantidad de fondos ociosos que están buscando nuevas oportunidades de negocio para ser colocados, pero que en muchos casos no encuentran alternativas de rendimientos atractivas o que cumplan con los requisitos mínimos de garantías.

Tradicionalmente, existieron en el mercado distintas alternativas de financiamiento y de diferentes ámbitos como el sistema bancario (préstamos, descuentos de documentos, adelantos en cuenta corriente, etc.), el mercado de capitales (acciones, bonos, obligaciones negociables, etc.) y otras alternativas en el ámbito privado. Todas ellas han tenido mayor eficiencia especialmente en los casos de grandes empresas de actividades de producción tradicional y/o que disponen de amplias garantías reales, altas rentabilidades y un largo historial que las avale. Pero para el caso de las PyMEs, el acceso al financiamiento en los últimos años, ha sido un objetivo difícil de alcanzar e incluso, en muchos casos, prácticamente imposible, pudiendo alcanzar en varias situaciones, líneas de crédito insignificantes para sus planes de negocios y teniéndose que valer casi exclusivamente de capitales propios y de esquemas de reinversión de utilidades. Desde ya que los bancos y el mercado de capitales son agentes fundamentales en el sistema financiero, pero parecería que no han sabido entender y desarrollar soluciones prácticas que se ajusten a las necesidades y posibilidades de acceso al crédito de las PyMEs. En particular observamos esta problemática en aquellas empresas consideradas de start-up o que desarrollan actividades de producción innovadoras, no tradicionales, empresas de servicios y en aquellas que, luego de desarrollar un producto o servicio innovador, han demostrado que el mismo sería un éxito de ventas en el mercado y consecuentemente necesitan de un apalancamiento financiero exponencialmente mayor al que podrían captar con los esquemas tradicionales de financiamiento, para lograr posicionarse en el mercado y poder competir con grandes empresas nacionales e internacionales en un mundo globalizado.

Además, parecería que los bancos privados no han logrado avances importantes en el posicionamiento de servicios financieros a PyMEs, mientras que en lo referido a la participación por parte de la banca pública y de fomento en ese campo asistencial, los resultados han sido en general poco satisfactorios. Existen también algunas instituciones financieras que no están reguladas y que presentan algunos casos que podrían tomarse como exitosos pero estos corresponden a iniciativas aisladas, de baja escala a nivel de proyecto individual y con poco impacto agregado respecto de la demanda global para esta clase de asistencia.

El fideicomiso comenzó a tomar mayor auge en nuestro país a partir del año 2002, luego de la crisis económica y financiera sucedida en la Argentina en dicho año. En ese contexto de gran incertidumbre, el fideicomiso se presenta como una alternativa para aportar soluciones y facilitar el financiamiento a las PyMEs.



A pesar de ello, representa una herramienta jurídica de reciente difusión en la Argentina. A su vez, por tratarse de una estructura legal muy flexible que ha logrado adaptarse prácticamente a cualquier tipo de negocio y circunstancia, ha demostrado ser de gran utilidad y versatilidad para cualquier tipo de sector económico. Asimismo, es una estructura de financiamiento que podría instrumentarse por medio de bancos, el mercado de capitales o directamente en forma privada, es decir, sin oferta pública ni la intervención de entidades financieras.

Considerando el contexto financiero y macroeconómico argentino, se hace indispensable que toda acción de financiamiento a desarrollar, esté acorde con criterios de asistencia y de sustentabilidad. Creemos que la implementación del fideicomiso, se sustenta en la necesidad de generar respuestas proactivas para operar en un contexto coyuntural de alta complejidad en términos del elevado riesgo de crédito imperante, y que la aplicación de estas estructuras financieras y jurídicas permitirán ir armando un modelo de soluciones crediticias y de gestión muy efectivas, para satisfacer las necesidades de financiamiento de las PyMEs.

Sin dudas, el Estado juega un rol clave en la determinación de reglas claras que permitan fomentar y alentar el financiamiento para PyMEs. Es por ello que en el desarrollo de esta tesis, estudiaremos también la aplicación del fideicomiso en términos legales y fiscales, a fin de determinar si el Estado actualmente favorece y/o fomenta dicha actividad y de aportar soluciones y mejoras que el Estado podría adoptar para mejorar las condiciones de asistencia equitativa. En tal sentido y a partir de describir los correspondientes procesos de estructuración, nuestra expectativa se orienta a poder afirmar esquemas efectivos de acción pública, que den lugar a formatos acertados de integración privada.

Hecho el planteo del problema, surgen varios interrogantes tales como:

- ¿Es posible solucionar los problemas de financiamiento de las PyMEs con el fideicomiso?
- ¿Cuáles son los puntos críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso?
- ¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o sólo a un sector?
- ¿Es una herramienta que efectivamente permitirá bajar los costos de financiamiento?
- ¿Qué rol juega el Estado en la promoción del fideicomiso y en facilitar su aplicación para facilitar el financiamiento a las PyMEs?

El desarrollo de esta tesis propone hallar la respuesta a estas preguntas. Desde luego que no se puede plantear el fin de los problemas financieros de las PyMEs, pero a través de la utilización del fideicomiso como un recurso estratégico, se puede minimizar el problema planteado y la amenaza que representa para las PyMEs argentinas la falta de financiamiento y al mismo tiempo preservar el modelo de negocio.

3.2. Justificación.

Del planteo del problema oportunamente señalado, surgen una serie de interrogantes que ameritan el estudio que focalizará esta tesis. En tal sentido, proponemos una investigación sobre este tema, considerando necesario analizar



y presentar posibles soluciones a un problema actual, global y muy grave de financiamiento que afrontan actualmente las PyMEs en la Argentina.

Asimismo, la importancia de las PyMEs como unidades promotoras del crecimiento de un país, justifica la necesidad de dedicar un espacio a la resolución de sus problemas de financiamiento.

La primera contribución está dada en el planteo del problema, mediante el cuál se busca estimular una redefinición de enfoques; virar las miradas hacia los aspectos primarios dónde nace la naturaleza misma de las dificultades de financiamiento que actualmente afrontan las PyMEs en la Argentina, y que parecen haber sido olvidadas por muchos de los especialistas en la materia. De lograrse el mencionado cometido, otros investigadores perfeccionarán los supuestos a los que en esta tesis se arribe, mejorando su adaptación a la realidad y generando situaciones de mayor eficiencia dentro de las PyMEs que son objeto de estudio. Asimismo, se pretende hacer un aporte a quienes están a cargo de promover un desarrollo sostenible de este mercado a partir de la armonización de un conjunto de políticas que apunten a integrar objetivos de distinta índole, abarcando desde la consolidación de condiciones que promuevan un continuo mejoramiento de la oferta y del entorno competitivo hasta la formalización de un adecuado marco regulatorio de estas actividades.

La segunda contribución, y la más importante, descansará en la particularidad de la solución propuesta, el fideicomiso. Su carácter novedoso, práctico e integrador significará un gran aporte en materia de esquemas de financiamiento a PyMEs. Vamos a demostrar la eficacia del fideicomiso en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs.

Según Malumian, Diplotti y Gutierrez⁴, "Hoy ya no se discute la necesidad del fideicomiso como herramienta esencial del mercado de capitales. Y como tal, su uso resulta aplicable a todos los factores de este mercado, ya sea como medio de securitización de créditos, como garantía de inmejorable validez en las operaciones crediticias, como medio de financiación directa, para financiar proyectos específicos de inversión, e inclusive, vemos también su desarrollo como herramienta financiera del propio Estado nacional o de los Estados provinciales y municipales. Por eso, ningún operador o profesional relacionado con el mercado financiero puede darse el lujo de desconocer los aspectos básicos y de detalle que hacen a esta herramienta".

A pesar de la expansión del fideicomiso en la Argentina como herramienta financiera, parece no llegar a ser del todo comprendida. Entendemos que la mayor difusión del fideicomiso en los últimos años, no implicó un mejor entendimiento de su regulación y funcionamiento. De hecho, pareciera que el mismo Estado sigue sin asumir la particular naturaleza del fideicomiso aplicándole tratamientos similares a otras figuras. Por tal motivo, consideramos de importancia definir acabadamente el fideicomiso en cuanto a los principios y normas que lo sustentan.

Se demostrará que quienes podrán beneficiarse de los resultados de la investigación propuesta, serán quienes actualmente integran la comunidad de PyMEs y todos aquellos que están próximos a incorporarse a ella como así

⁴ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. Ob. Cit. Pág. IX



también por todos aquellos inversores ávidos de encontrar nuevas alternativas de inversión más rentables y seguras.

La presente tesis, se muestra como un aporte con sustento teórico que tiene relación con varias disciplinas relacionadas con la administración de las organizaciones, tales como las finanzas, el marketing, la competitividad, análisis organizacional, macroeconomía y microeconomía, derecho empresarial, gestión de la innovación y economía de la organización, entre otras.

Además, la experiencia profesional nos ha permitido estar familiarizados con el financiamiento a PyMEs así como tener acceso a la información corporativa más relevante y actual relacionada al tema. Los conceptos aprendidos a lo largo de la Maestría en Administración nos han brindado las herramientas necesarias para visualizar el problema desde el punto de vista administrativo y presentar soluciones corporativas con el objetivo de minimizar el impacto devastador de la falta de financiamiento a las PyMEs.

Por su parte, los representantes de empresas PyMEs, también reconocieron públicamente en varias oportunidades la relevancia del tema al afirmar que la falta de financiamiento es una grave y real amenaza para el sector.

Asimismo, entendemos que el desarrollo del fideicomiso como fuente de financiamiento para PyMEs, no ha recibido la suficiente atención en la literatura financiera argentina, por lo cual, el aporte a realizar en la materia, será de vital importancia.

Finalmente, a pesar de que el tema quizás no se destaque por lo novedoso, consideramos que el debate público no ha estado bien conducido, y ello ha atentado contra la puesta en funcionamiento de políticas que den buenos resultados en la materia.

Esta tesis, se realizó dentro del marco reglamentario en vigencia, cuyo fin fue volcar todos los conocimientos adquiridos durante el desarrollo del cursado para optar a la graduación como Magíster de la Universidad de Buenos Aires en Administración. Mediante esta tesis, se relacionan las diferentes asignaturas cursadas y se realiza un trabajo de investigación que permite incrementar el aprendizaje y efectuar un aporte a la Universidad.



4. OBJETIVOS DE LA TESIS

A partir del estudio de los problemas de financiamiento de las PyMEs argentinas:

4.1. Objetivo general.

Aportar soluciones de financiamiento a las PyMEs argentinas basadas en la utilización del fideicomiso.

4.2. Objetivos específicos.

Para avanzar en el cumplimiento del objetivo general, determinaremos objetivos específicos que se detallan a continuación:

- 1) Determinar los principales problemas que tienen las PyMEs para acceder al financiamiento.
- 2) Establecer una relación ganar-ganar entre el deudor y el acreedor.
- 3) Estudiar la efectividad del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs, considerando su aplicabilidad, sustentabilidad, conveniencia, ventajas y beneficios, entre otros.
- 4) Evaluar si el fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o sólo a un sector.
- 5) Estudiar las principales formas y estructuras de fideicomisos utilizados en el mercado como herramienta financiera con vistas a su utilización en PyMEs.
- 6) Analizar si el fideicomiso es una herramienta que efectivamente permitirá bajar los costos de financiamiento y si los mismos podrían ser absorbidos por una PyME.
- 7) Identificar los factores críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso.
- 8) Teniendo en cuenta que la ley de fideicomiso no tiene mucha antigüedad en la Argentina, contribuir a su difusión y promoción a fin de fomentar su aplicación y desarrollo en PyMEs.
- 9) Determinar la forma en que el Estado Nacional podría fomentar el financiamiento a PyMEs y especialmente basado en la utilización del fideicomiso.
- 10) Demostrar la incumbencia del profesional de posgrado en administración, por sus conocimientos, habilidades y destrezas, para el tratamiento del tema que estudia la presente tesis para optar a la graduación como Magíster de la Universidad de Buenos Aires en Administración.



5. METODOLOGÍA APLICADA PARA LA ELABORACIÓN DE LA TESIS

La metodología utilizada en la presente tesis consistió principalmente en:

- 1- **Análisis bibliográfico** relacionado con el tema de la tesis.
- 2- **Estudio de otras fuentes secundarias** tales como notas y publicaciones en los diarios de mayor difusión nacional, revistas especializadas, análisis de casos de estudio en los que se haya utilizado el fideicomiso como herramienta de financiamiento y páginas de Internet de los principales organismos relacionados.
- 3- **Estudio de fuentes primarias:** La investigación fue exploratoria cualitativa mediante entrevistas presenciales y no presenciales, focalizadas a especialistas de los diferentes ámbitos relacionados con la temática y a referentes de reconocida trayectoria, que por sus conocimientos y experiencia, pudieron dar opiniones de valor a esta tesis. En tales casos, se han priorizado las entrevistas abiertas y no estructuradas.

A lo largo de esta tesis se recurrió a técnicas de investigación histórica, conceptual y de indagación empírica. Las primeras, se utilizaron con el fin de obtener información relacionada con el tema de estudio al efecto de dar sustento y orden a su marco teórico; las segundas, persiguieron la meta de probar la validez conceptual de los preceptos novedosos aún no comprobados en el campo práctico; y las terceras, tuvieron como objetivo prioritario la recolección de datos por medio de entrevistas.

Otros métodos y procedimientos utilizados consistieron básicamente en:

- Lectura y selección de los principales textos y datos estadísticos a utilizar durante la elaboración del trabajo.
- Revisión y evaluación de los datos recolectados de las fuentes primarias y secundarias de información.
- Visitas a los distintos organismos públicos y privados referentes de los diferentes ámbitos sobre el tema elegido.
- Análisis de la situación actual del financiamiento a PyMEs basado en la utilización del fideicomiso y otras formas de financiación.
- Estudio de casos reales.
- Participación en seminarios nacionales y eventos relacionados al tema de la tesis. Es importante destacar que la participación en seminarios y eventos relacionados, ha posibilitado la discusión y la interacción con representantes del sector público y privado, enriqueciendo con el aporte de datos prácticos y reales a la tesis.

- Abordaje teórico de la problemática detectada, a través de los conceptos y marcos teóricos adquiridos en la Maestría en Administración, sustentando cada uno de los análisis realizados en los diversos autores y profesionales especialistas en cada tema.

En una primera etapa heurística, se realizó:

- a) Recolección de información mediante la indagación, descubrimiento y selección de herramientas de financiamiento, probadas y utilizadas en otros ámbitos.
- b) Búsqueda y selección de casos de estudio en los que se hayan utilizado diferentes formas de financiamiento para PyMEs y que hayan resultado exitosas.

En una segunda etapa hermenéutica, se validó la hipótesis, considerando los siguientes puntos:

- a) Adaptación de las herramientas propuestas en el ámbito del sistema financiero a las PyMEs.
- b) Selección de situaciones donde las herramientas estratégicas propuestas logren ser aplicadas.
- c) Obtención de un análisis entre situaciones resueltas con herramientas estratégicas propuestas en la presente tesis y al mismo tiempo las utilizadas con herramientas tradicionales.

En relación a las entrevistas realizadas, fueron 15 en total realizadas en profundidad en el período comprendido entre los meses de febrero a octubre del 2010.

Nº	Fecha	Entrevistado	Actividad ⁵
1	02/02/2010	Franco, Marcelo Alejandro	*Director de Fraher Group S.A., empresa dedicada al desarrollo, administración e inversión en el mercado del real state nacional. * Director de Benefiducia S.A., empresa dedicada a la asesoría fiduciaria. * Fiduciario del Fideicomiso en Garantía de Sion S.A.
2	23/02/2010	Cambon, Javier Mario	Se desempeña como Gerente de Administración de Coniglio S.A., empresa (PyME) del rubro textil dedicada a la venta minorista y mayorista de ropa para chicos.
3	09/06/2010	Moscovich, Damian	Se desempeña como Gerente de Administración y Finanzas de UOL Sinectis S.A. empresa (PyME) del rubro telecomunicaciones dedicada a brindar servicios de internet.
4	10/06/2010	Ferreya, Jorge	Socio Gerente de Ladam Group SRL, Partner de Superfund Financial, Viena, Austria, FX Concepts y Penson Financial Service. Empresa dedicada a brindar servicios de apertura y gestión en inversiones en mercados NYSE, Nasdaq y Forex, bajo plataformas individuales o gestionadas; Asesoramiento para inversores calificados en fondos de inversión de Managed Futures y de divisas con capital garantizado; Participación y estructuración de Fideicomisos financieros e inmobiliarios.
5	30/06/2010	Quinelli, Luis	*Empresario, Fundador y Presidente de Sion S.A., empresa proveedora de servicios de Internet. *Presidente del sello discográfico de música góspel Canzion Group LP.

⁵ Ver referencias ampliadas (formación académica, actividad profesional, etc.) de los entrevistados en el Capítulo de Anexos, Entrevistas, sección N°11.1.



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas



6	28/07/2010	Tcharikian, Gustavo Darío	*Se desempeña en la Jefatura de Control de Gestión de la Gerencia de Asuntos Legales del Banco Credicoop, desde 1999. Auditoría y dirección de Estudios Jurídicos contratados por el Banco Credicoop CL para la gestión judicial de las causas en las que la Entidad es parte. *Socio del Estudio Jurídico Leal Ricaud & Asociados, con especialización en asesoramiento a PyMEs, desde 1999.
7	27/08/2010	Llambías, Ariel	Oficial de Negocios del Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. en Mercado de Capitales. Anteriormente, se desempeñó en el mismo banco en la posición de Analista de Negocios (nueva economía, proyectos de páginas web en Capital Markets SA, una sociedad del banco). También trabajó en la empresa Paradigma.
8	13/09/2010	Diéguez, Hugo	Gerente Comercial de Garantía Valores S.G.R. que opera en el mercado desde junio de 2004. A lo largo de su trayectoria estuvo a cargo del Departamento de Marketing Corporativo del Credit Lyonnais Argentina, cumplió funciones como Senior Sales Manager en Citibank N.A., y fue Consultor de Bancos y Entidades Financieras.
9	17/09/2010	Cassagne, Ramón	Se desempeña en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en el Área Comercial y Departamento PyMEs.
10	17/09/2010	Ramos, Jorge	Oficial de Negocios, Gerencia de Área Banca a Empresas. Banco Ciudad de Buenos Aires.
11	17/09/2010	Pertierra Canepa, Francisco	Director Ejecutivo de la Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa (AAFyFID). Integrante del equipo del prestigioso Estudio del economista, Dr. Joaquín R. Ledesma como responsable del Departamento de Management Estratégico y Fideicomisos. Administrador, Asesor y Consultor dentro del sector agropecuario. Profesor destacado de reconocidas Universidades.
12	22/09/2010	Benitez, Daniel	Fundador de DB & Asociados Consultoría en Gestión Finanzas y Tecnología. En los últimos años ha trabajado en Gerencias Financieras de distintos Grupos Económicos Nacionales de la industria petroquímica y alimenticia. Docente adscrito de las materias mercado de capitales de la Universidad de Maimonides y UBA. Socio fundador de Acqua Financial Services, consultora encargada de gestionar financiamiento a empresas PyME en el mercado financiero y de capitales de Buenos Aires y Rosario. Director Ejecutivo de CAPyBEF (Cámara de Empresas PyME de Bolsa, Finanzas y Economía).
13	23/09/2010	Lombardo, Diego/ Medigovich, Sergio	Lombardo Diego se desempeña en el Banco Comafi en la posición de Gerente de la sucursal Constitución y Medigovich Sergio se desempeña en el mismo banco como Oficial de Empresas bancaPyME.
14	24/09/2010	Cosentino, Héctor	Fundador de Cosentino & Asociados Asesores de Negocios. El doctor Héctor Cosentino se formó y desarrolló laboralmente en empresas como Philips Argentina S.A, Farmasa Farmacéutica Argentina y Nippon Suisan Kaisha, y empresas argentinas como Viñas de Orfila, Ferrasud SACIF y Electrair S.A.' Desempeñándose en posiciones de: Analista de Costos Industriales, Analista de Balance, Jefe de Auditoría, Gerente de Administración y Finanzas y Gerente General. Posteriormente, como asesor de empresas, fue el estructurador de la primer Obligación Negociable PyME, colocada en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
15	04/10/2010	Boero, Federico	Actualmente se desempeña en Allaria Ledesma & Cia. Soc. de Bolsa en la función de Gte. Comercial Corporativo e Institucional, en el área de Negocios Corporativos e Institucionales.

Como marco general, todo el desarrollo de la tesis, fue guiado por las premisas impartidas por la Dra. Luisa Mayoral⁶, en cuanto a las pautas para la confección de una tesis de Maestría.

Cabe destacar también que durante el proceso de elaboración de esta tesis, se realizaron consultas al tutor de la misma a fin de garantizar la rigurosidad académica de la tarea realizada. Asimismo, la concurrencia y participación al

⁶ Mayoral, Luisa. Ob. Cit.



Taller de Tesis coordinado por las autoridades de la Maestría, sirvió como espacio de consulta permanente y como facilitador para la realización de benchmarking a través de la lectura de tesis ya aprobadas.

6. MARCO TEÓRICO

De acuerdo con Mayoral Luisa⁷, con el presente marco teórico, pretendemos desarrollar el “cuerpo de conocimientos que enmarcan el problema, dan sentido a la investigación y establecen el llamado “estado del arte” o paradigma vigente en la materia”.

En términos generales, se utilizarán las herramientas conceptuales ampliamente desarrolladas en la Maestría en Administración, haciendo hincapié fundamentalmente en las dimensiones de finanzas, marketing, globalización y posmodernidad, derecho, innovación y estrategia. Todas estas dimensiones van a permitir abordar la tesis, para entender cómo las mismas se complementan con los objetivos planteados.

6.1. ¿Empresa micro, pequeña o mediana?

La presente tesis está orientada a PyMEs, razón por la cual es de importancia entender acabadamente cuales son los parámetros que las determinan.

A tal fin, tomaremos como fuente de referencia la Res. N°21/2010 y sus modificatorias de la SePyME⁸. Para saber en qué categoría se encuentra una empresa, tendremos en consideración para nuestro análisis los niveles máximos de valores de ventas totales anuales, excluido el Impuesto al Valor Agregado y el impuesto interno que pudiera corresponder. A su vez, una firma puede estar incluida en la categoría de Micro, Pequeñas y Medianas Empresas. Asimismo, estas tres categorías están reglamentadas para los sectores Agropecuario, Industria y Minería, Comercio, Servicios y Construcción.

A continuación exponemos los parámetros de referencia:

Cuadro 1. Clasificación de PyMEs por niveles de ventas

Tamaño/Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Microempresa	\$ 610.000	\$1.800.000	\$2.400.000	\$ 590.000	\$760.000
Pequeña Empresa	\$4.100.000	\$10.300.000	\$14.000.000	\$4.300.000	\$4.800.000
Mediana Empresa	\$24.100.000	\$82.200.000	\$111.900.000	\$28.300.000	\$37.700.000

Fuente: Art. N°1, Resolución N°21/2010 y sus modificatorias (SePyME).

Cuando una empresa tenga ventas en más de un sector, se tendrá en cuenta aquel, cuyas ventas hayan sido las mayores durante el último año.

6.2. La Financiación y el financiamiento de proyectos.

Según el autor Villegas Carlos⁹, la financiación es la captación de recursos propios o de terceros para aplicar a la compra de bienes o inversión. También, desarrolla la definición de financiación a empresas como el acto de constituir el

⁷ Mayoral, Luisa. Ob. Cit.; Pág. 31.

⁸ Resolución N°21/2010 y sus modificatorias de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa.

⁹ Villegas, Carlos. “Compendio jurídico, técnico y práctico de la actividad bancaria”, Editorial Depalma, Bs. As., 1985, Pág. 1291.



capital necesario para fundar una empresa o para transformarla en otra mayor, o de surtir de fondos para llevar a cabo una operación o respaldar un negocio. Asimismo, Esta captación de capital puede ser con fondos propios o ajenos.

Villegas Carlos también diferencia entre la financiación indirecta y directa. En la financiación indirecta, los denominados intermediarios financieros como las cajas, bancos, entidades de depósito, etc., intervienen en la transferencia de recursos entre ahorradores y prestatarios por la captación de fondos de los ahorradores mediante la emisión de un pasivo, adquiriendo un activo por medio de la concesión de préstamos, bonos emitidos por empresas o la adquisición de obligaciones. Por otra parte, la financiación directa es aquella en la que los prestatarios toman fondos directamente de los prestamistas en los mercados financieros por la venta de instrumentos financieros que constituyen activos futuros del prestatario o derechos sobre los ingresos.

Consideramos también importante definir el término “financiamiento de proyectos” ya que el fideicomiso es utilizado frecuentemente en tales casos. En tal sentido, Van Horne James¹⁰ afirma que, “El término *financiamiento de proyectos* describe una diversidad de arreglos financieros para grandes proyectos individuales de inversión. Con frecuencia se forma una entidad legal separada para que sea propietaria del proyecto. Los proveedores de capital entonces observan la corriente de utilidades del proyecto para el pago de su préstamo o para el rendimiento sobre su inversión de capital”. A menudo estos proyectos se refieren a obras de energía, transporte, construcción, ampliación de plantas de producción, etc.

Por su parte, Sapetnitzky Claudio¹¹ sostiene que, “Queda dicho que prácticamente la totalidad de las decisiones sobre asignación de recursos en la economía de una nación se realiza -consciente o inconscientemente, tanto en la actividad privada como en la pública- bajo el formato de un proyecto de inversión. Habitualmente, en la bibliografía alusiva suele identificarse al proyecto de inversión como una posibilidad de adquisición de un bien de uso con la intención de destinarlo a un fin productivo de una organización”.

Cabe destacar también el concepto de análisis financiero aportado por Gustavo Tapia y Sebastián Olano¹² quienes sostienen que “Se trata de un análisis numérico a partir del cual se pretende diagnosticar tendencias y posibles evoluciones, contemplando los aspectos de fortaleza y de debilidades que se manifiestan en la Organización. Este análisis abarca cuestiones operativas, tácticas y estratégicas, facilitando la integración entre estos niveles con una interpretación particular en el que uno o más índices referirán”.

6.2.1. Decisiones de estructura de financiamiento y de capital.

Según Albornoz César¹³, “El costo de capital y la estructura financiera de la empresa son temas estrechamente relacionados. El uso de una u otra fuente de

¹⁰ Van Horne, James. “Administración financiera”, Editorial Pearson Educación, Decima Edición, Buenos Aires, 1997, Pág. 565.

¹¹ Sapetnitzky, Claudio. y otros, “Administración Financiera de las Organizaciones”, Ediciones Machi. Buenos Aires, 2000, Pág. 122.

¹² Casparri, Maria Teresa; Bernardello, Alicia; Tapia, Gustavo Norberto; Albornoz, César Humberto y otros. “Administración Financiera Utilizando Microsoft Excel”, Editorial Omicron, Primera Edición, Argentina, Buenos Aires. 2006. Pág. 61.

¹³ Albornoz, César Humberto. “Principios de administración financiera de las empresas”, Primera edición, Buenos Aires, Editorial La Ley, 2006. Pág. 117.



financiación supone para la empresa un costo y un riesgo diferente, con el consiguiente efecto sobre el costo medio ponderado de capital (WACC)".

A su vez, Albornoz sostiene que se denomina estructura financiera óptima a "la relación entre recursos ajenos y propios, esto es a su índice o cociente, que maximiza el valor de la empresa para sus accionistas o que minimiza su costo medio ponderado de capital". Dicho autor define otro concepto importante a considerar que es el de leverage o efecto palanca diciendo que "Entendemos por efecto leverage o efecto palanca, el uso de recursos obtenidos a cambio de incurrir en un costo fijo, pero con la esperanza de aumentar el rendimiento del capital propio".

En relación a la elaboración y evaluación de una estructura de financiación óptima, alineado con el objetivo de la función financiera y apuntando a lograr una estructura de capitalización que minimice el costo de capital, Tapia Gustavo¹⁴ refiere a tres teorías:

- 1- Teoría del ingreso neto.
- 2- Teoría tradicional (liderada por Solomon).
- 3- Teoría del ingreso neto operativo (explicada por Modigliani Miller).

Al respecto, el autor sostiene que "las tres teorías son aplicables al mismo tiempo pudiendo coexistir en un mismo ámbito de adecuación. Esto es así porque en el sistema financiero operan empresas con realidades diferentes que condicionan las estructuras de capitalización óptimas. Así las empresas PyMEs, que suelen operar en mercados imperfectos con racionamiento del crédito y del capital aplican la teoría tradicional".

Finalmente, consideramos importante aclarar el concepto de flujo de fondos para lo cual Albornoz César¹⁵ sostiene que "es uno de los insumos principales para calcular el valor de una firma, medir la rentabilidad de un proyecto de inversión, planificar las operaciones o establecer la capacidad de pago de una deuda. Mientras el estado económico representa una opinión (ya que los criterios contables pueden modificar el resultado de la firma) el cash flow es un hecho, una cifra única. Es por ello que en general es más útil el cash flow que el beneficio contable, dado que este último depende de un criterio adoptado entre tantos".

6.3. Los modelos financieros en PyMEs.

Según el autor Aldo H. Alonso¹⁶, "los problemas de las PyMEs no refieren en este lugar a problemas nuevos, sino a los que nacen de su propia caracterización. Quedan sin abordar, por ejemplo, los que, desde una óptica centrada en el funcionamiento de mercados e instituciones, pueden aparecer como una discriminación de facto dadas características institucionales, instrumentales y operacionales impuestas por mercados globalizados.

En efecto, no cabe pretender una teoría financiera propia para PyMEs. Mas bien se trata de problemas en la disposición o en la aplicación de modelos e instrumentos propios de una teoría (en este caso la teoría financiera), en este tipo de empresas".

¹⁴ Casparri, María Teresa; Bernardello, Alicia; Tapia, Gustavo Norberto; Albornoz, César Humberto y otros. Ob. Cit.

¹⁵ Albornoz, César Humberto. Ob. Cit. Pág. 39.

¹⁶ Sapatnitzky, Claudio; Aldo, Alonso y otros. Ob. Cit. Pág. 364



Entendemos que lo dicho anteriormente, no quita que se puedan presentar cuestionamientos a su pertinencia y que las particularidades de las PyMEs generen restricciones al momento de obtener los resultados esperados.

Como menciona en su obra Aldo H. Alonso, al referirse a lo comentado por el autor Weston Fred¹⁷, quien sostiene que la teoría primera, sus modelos y fundamentos, mecánicas y técnicas capaces de brindar anticipaciones de resultados (supuestas determinadas condiciones ambientales), es una sola y no admite que su validez se vea limitada en razón de dimensión temporal, ámbitos geográficos, tamaño u organización institucional, como validación empírica y sin otra consideración.

En otro orden, Alonso Aldo¹⁸ sostiene que “Estudios y encuestas señalan que la mayor parte de los fracasos empresariales en el sector de empresas de menor dimensión se debe a los numerosos factores que limitan o impiden a este tipo de empresa el acceso a prácticas que, bajo el rótulo de “Administración Científica”, llevan al terreno de la aplicación concreta enunciados de aceptada validez en el plano teórico-científico”. ...“Al tamaño de la empresa se le ha atribuido en ocasiones el carácter de -factor limitante y determinante de su gestión- creemos más acertado considerar que el tamaño de una empresa es una variable cuyo valor puede incrementarse si en determinadas etapas o faces de su evolución se adoptan las medidas y se introducen los cambios necesarios para superar los problemas que tipifican una determinada “edad” de su ciclo de vida”.

6.4. Fuentes y mecanismos de financiación empresarial.

Según Brealey Myers Allen¹⁹, las fuentes de fondos más destacadas para las empresas no financieras son:

1. Fondos internos.
2. Nueva emisión de acciones.
3. Instrumentos de crédito.

1- En cuanto a las fuentes y los mecanismos de financiación de las empresas, Brealey Myers Allen²⁰, sostiene que el dinero generado internamente es la principal fuente de fondos. Asimismo, afirma que el porcentaje de los beneficios de la empresa que deberían reinvertirse en el negocio en lugar de distribuirlo a los accionistas, va a depender de la política de dividendos de la empresa.

2- Respecto de la emisión de nuevas acciones, dicho autor distingue entre²¹:

- Acciones ordinarias: “son la forma más simple de financiación, los accionistas ordinarios son los dueños de la empresa y por lo tanto son los titulares de cualquier beneficio que quede una vez que se hayan pagado todas las deudas de la empresa”.
- Acciones preferentes: “La segunda fuente de financiación son las acciones preferentes; estas son como la deuda en el sentido de que se les promete un dividendo fijo, pero los dividendos preferentes están sujetos a la discreción del consejo de administración. La empresa debe

¹⁷ Weston, Fred. “Toward theories of financial policy” en The Journal of Finance, vol. X, N°2, Mayo 1955, Págs. 130 a 143.

¹⁸ Alonso, Aldo. “Administración de las Finanzas de la Empresa”, Ediciones Machi, Buenos Aires, Argentina. Pág. 19 y 20.

¹⁹ Brealey Myers, Allen. “Principios de Finanzas Corporativas”, Editorial McGraw-Hill, España, 2006, Pág. 392.

²⁰ Brealey Myers, Allen. Ob. Cit., Pág. 409.

²¹ Brealey Myers, Allen. Ob. Cit., Pág. 409.



pagar los dividendos preferentes antes de que se permita el pago de dividendos a las acciones ordinarias”.

3- La tercera fuente importante de financiación es la deuda. “Los obligacionistas tienen derecho a pagos regulares en concepto de intereses y a la devolución del principal de la deuda, si la empresa no realiza dichos pagos puede ser declarada en quiebra”²². La variedad de instrumentos de deuda es casi ilimitada, estos instrumentos pueden diferir en su período de maduración, tipo de interés (fijo o variable), divisa, prioridad, garantías, y la posibilidad de ser convertida en acciones.

Según Brealey Myers Allen²³, “la combinación de fuentes de financiación cambia de año a año. En ocasiones las empresas prefieren emitir acciones y devolver parte de su deuda, otras veces emiten mas deuda de la que necesitan para financiar sus inversiones y la utilizan para recomprar sus acciones”. A su vez, respecto del porcentaje del déficit de una empresa que debería ser financiado mediante endeudamiento en lugar de con la emisión de acciones, dependerá de su política de endeudamiento.

A su vez, Brealey Myers Allen²⁴ destaca que “La mayor parte de la deuda y las acciones de las empresas es propiedad de las instituciones financieras, principalmente los bancos, las empresas aseguradoras, los fondos de pensiones y los fondos de inversión. Estas instituciones proporcionan gran variedad de servicios, tales como mantener el sistema de pago, canalizar los ahorros hacia aquellos que pueden darles el mejor uso y ayudar a las empresas a gestionar sus riesgos. Estas funciones básicas no cambian pero las formas en las que son realizadas por los mercados y las instituciones financieras están cambiando constantemente”. Las instituciones financieras actúan como intermediarios financieros que ponen en contacto los ahorros de muchas personas y los reinvierten en los mercados financieros. Los intermediadores financieros contribuyen de distintas formas al correcto funcionamiento de la economía.

Según Van Horne James²⁵, “Durante el último decenio ha habido literalmente miles de innovaciones financieras. La mayoría se concentra en el área de productos e involucra valores de ingreso fijo. Las innovaciones financieras reducen el costo de la intermediación financiera, amplían la selección de instrumentos financieros para su emisión, o la inversión en ellos y reducen, en algunos casos, el costo de la inconveniencia. Mientras este cambiando el ambiente económico y político, florecerá la innovación financiera”. “... Estas innovaciones surgen para explotar oportunidades de captar utilidades surgidas de las ineficiencias de las operaciones”.

Otros conceptos importantes para destacar son los de Productos estructurados y Project Finance. Sobre el tema, Cosentino Adrian²⁶ sostiene que, “los conceptos de producto estructurado y Project Finance refieren a tecnologías específicas de evaluación, diseño y organización de esquemas de financiamiento. Si bien se trata de soluciones financieras fundamentalmente para el sector corporativo más desarrollado, entendemos que también surgen posibilidades concretas de

²² Brealey Myers, Allen. Ob. Cit.

²³ Brealey Myers, Allen. Ob. Cit., Pág. 409.

²⁴ Brealey Myers, Allen. Ob. Cit.

²⁵ Van Horne, James. Ob. Cit., Pág. 493.

²⁶ Cosentino, Adrian; Farina, Paulo y Maurer, Carolina. “Desarrollo de las Microfinanzas: Ingenierías Financieras Innovadoras de Política Pública. Algunas experiencias del caso Argentino”. CABA (2006). Pág. 43.



aplicación a otros segmentos del sector privado así como a determinadas actividades de ámbito público.” En el marco de los argumentos expuestos, se destaca la figura legal del fideicomiso como vehículo para diseñar el tipo de soluciones planteadas a fin de ser aplicadas a otros segmentos del sector privado como lo son las PyMEs. Ante la constitución de un patrimonio fiduciario, el fideicomiso es ideal para orientar los recursos originados por los activos de un determinado proyecto hacia el financiamiento de este mismo proyecto, constituyendo de esta forma, un Project Finance o Productos Estructurados.

Por su parte, Porto José²⁷ nos presenta un resumen de las distintas alternativas de financiación, agrupadas según el ámbito en que se origina o desarrolla la operatoria:

1- Comerciales: Cheque Diferido, Cuenta Corriente, Factura de Crédito, Fideicomiso, Leasing Operativo de Locación, Letra de Cambio, Pagaré, Tarjeta de Compra, Tarjeta de Crédito.

2- Mercado de Capitales: Acciones, Bonos, Caucciones Bursátiles, Descuento de Cheques Diferidos, Fideicomiso Financiero, Financiación a través de derivados, Fondos Comunes Cerrados de Inversión, Fondos de Inversión Directa, Obligaciones Negociables, Opciones, Securitización, Swaps, Valores de Corto Plazo.

3- Entidades Financieras: Aceptaciones bancarias, Adelanto en cuenta corriente, Cesión de plazos fijos, Cobranza Bancaria de Factura de Crédito, Créditos con garantías reales: hipotecarios, prendarios, Descubiertos en cuenta corriente, Descuento de documentos, Factoring, Financiación de importaciones, Forfaiting, Leasing financiero, Líneas crediticias de Organismos Internacionales, Líneas crediticias de otros países, para fines determinados, Pre y post-financiación de exportaciones, Préstamos Personales, Warrant.

Asimismo, Porto José²⁸ sostiene que entre las opciones de crédito mencionadas, las más actuales posibilidades de intermediación financiera y las que brindan mayor versatilidad son la Securitización y el Fideicomiso. Estas últimas se pueden complementar a su vez con las Sociedades de Garantía Recíproca tal como describimos a continuación.

6.4.1. Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).

Según Porto José²⁹, “Son sociedades anónimas, constituidas de acuerdo a un marco legal específico, con el objetivo principal de facilitar la gestión de créditos, que realicen sus socios partícipes (PyMEs), brindándoles garantías y asesoramiento técnico, económico y financiero”.

Es un tipo especial de persona jurídica, legislada en las Leyes 24.467³⁰ y 25.300³¹, también llamadas Leyes PyMEs. Subsidiariamente se aplican las normas de las Sociedades Anónimas de la Ley 19.550.

²⁷ Porto, José Manuel. “Fuentes de financiación”, Editorial O. D. Buyatti, Bs. As., 2004.

²⁸ Porto, José Manuel. Ob. Cit.

²⁹ Porto, José Manuel. Ob. Cit.

³⁰ Ley 24.467, “Ley de Pequeñas y Medianas Empresas”, B.O. 28/3/1995.

³¹ Ley 25.300, “Ley de Fomento para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa”, B.O. 28/08/2001.



Los sujetos de una SGR son: 1-Deudor, PyMEs; 2-Garante, SGR; 3-Acreedor, entidades financieras, sociedades comerciales, o inversiones de obligaciones negociables, valores de corto plazo o fideicomisos, que posibiliten financiamiento a PyMEs, con garantía de SGR.

6.4.2. Securitización.

Según Porto José³², “Es el proceso por el cual, una cartera de créditos, con un determinado grado de homogeneidad, total o parcialmente ilíquida, se transforma en títulos valores que son ofertados al público inversor, nacional o internacional; permitiendo el acceso a nuevas fuentes de financiamiento, con importantes ventajas tanto para quien los coloca, como para quien los toma”.

Dicho autor, nos aporta también un detalle de la cartera de créditos a securitizar, los que pueden conformarse habitualmente con: “Cheques diferidos, pagarés, facturas, hipotecas, prendas, cuotas de leasing de locación y financiero, flujos de ingresos a generarse por venta de bienes o servicios, etc. “.

Por su parte Funes, Saturnino J. y otros³³ sostienen que, “Una forma alternativa de obtener crédito sin intermediación bancaria es la securitización”.

Asimismo, Porto José³⁴ sostiene que en la República Argentina, las formas jurídicas (vehículos) que posibilitan la titulización (securitización), son las siguientes: 1-El fideicomiso financiero; 2-Los fondos comunes cerrados de crédito (FCCC); 3-Las obligaciones negociables garantizados; 4-Las letras hipotecarias.

6.4.3. Fideicomiso.

Dada su importancia y por tratarse de uno de los temas centrales de esta tesis, será desarrollado por separado y detalladamente mas adelante.

6.5. Riesgo e incertidumbre en las finanzas.

En el mundo financiero, salvo casos especiales, generalmente es difícil tener la absoluta certeza de todas las variables. En nuestro caso, variables como el plazo del flujo de fondos, la tasa de interés, ingreso neto de fondos, etc. pueden presentar algún grado de incertidumbre.

Decidimos tratar brevemente este tema porque entendemos que la mayoría de los proyectos de inversión tienen algún grado de incertidumbre o riesgo.

Sin apuntar a una descripción técnica o específica, Tapia Gustavo³⁵ ejemplifica el rango de aplicaciones que posee el término riesgo el cual esta estrechamente ligado a valores humanos significativos. “Riesgo es una palabra antigua y de uso común en muchas lenguas. En su uso corriente denota incertidumbre asociada a un evento futuro o a un evento supuesto. Una descripción con sentido común del término riesgo debería incluir las circunstancias que amenacen con disminuir la

³² Porto, José Manuel. Ob. Cit.

³³ Funes, Saturnino J. y Amallo, Daniela N. “Fideicomiso”, Ediciones Depalma, Buenos Aires, 1996, Pág. 147.

³⁴ Porto, José Manuel. Ob. Cit.

³⁵ Tapia, Gustavo. “Decisiones financieras aspectos racionales y no racionales”, Trabajo final de posgrado de Especialización en Administración Financiera, FCE, UBA, 2001.



seguridad, el bienestar social, la salud, el bienestar y la libertad de una entidad determinada”.

Alonso, Juan Carlos³⁶ define el riesgo y la incertidumbre como “la variabilidad de los rendimientos esperados de un proyecto o conjunto de inversiones. Cuanta más seguridad tengamos sobre los rendimientos de un proyecto de inversión, menor será su variabilidad y, en consecuencia, menor el riesgo asociado. Cuando se tiene el conocimiento del grado de probabilidad de que se presente algún resultado o flujo de fondos, estamos ante una valuación en condiciones de riesgo”

En toda actividad económica el riesgo esta siempre presente. Según Cosentino Adrian³⁷, el riesgo se define como “la variabilidad de los flujos de fondos esperados respecto del ocurrido. Mientras mayor sea esta diferencia, se considera que mayor es el riesgo asociado. En todo proyecto de inversión los criterios utilizados para detectar, analizar y definir una política de manejo de riesgos constituyen una dimensión clave para incrementar las posibilidades de éxito del mismo, permitiendo que los inversores no asuman niveles de exposición no acordes con sus expectativas.”

Este último autor sostiene que cuando se elige una estrategia de Project Finance, el manejo y distribución de los riesgos entre los diferentes sujetos intervinientes constituye un tema muy importante. Asimismo, la intervención de terceros en el financiamiento, además de aportar fondos, es una forma de diversificar los riesgos. Desde ya que el autor no pretende eximir al proyecto de riesgos pero sí puede minimizarlos. Finalmente, dice que “un aspecto crítico vinculado a los riesgos inherentes al desarrollo del proyecto y su mejor forma de administración (ya sea asumiéndolos, transfiriéndolos o neutralizándolos) concierne al entramado contractual y el consecuente diseño de los instrumentos privados requeridos en la medida de que no exista disponibilidad de instrumentos estandarizados y provistos por los mercados de capitales o asegurador.”

Según Van Horne James³⁸, cuando nos referimos a financiamiento y específicamente al vencimiento de la deuda, “En general, mientras mas corto es el programa de vencimiento de las obligaciones de deuda de una compañía, mayor será el riesgo de que no cumpla con los pagos de principal e intereses. En cambio, mientras más largo sea el programa de vencimiento, menor será el riesgo del financiamiento de la empresa, si las demás cosas permanecen constantes”.

Por su parte, Porto José³⁹ sostiene que “Riesgo: capacidad del deudor-emisor del instrumento, de cancelarlo en la fecha estipulada. En general existe una relación inversamente proporcional, entre el riesgo y el rendimiento esperado del instrumento”.

Para Faure Darío⁴⁰, el fideicomiso constituye “una excelente herramienta para darle a ciertos emprendimientos específicos un encuadre jurídico adecuado, disminuyendo en parte el riesgo propio del negocio”.

³⁶ Sapetnitzky, Claudio; Alonso, Juan Carlos y otros. Ob. Cit., Pág. 314.

³⁷ Cosentino, Adrian. “Esquemas innovativos de financiamiento al sector productivo. Project Finance y productos estructurados. Condiciones de aplicabilidad en Argentina”, CABA, 2002, Pág.8.

³⁸ Van Horne, James. Ob. Cit., Pág. 444.

³⁹ Porto, José Manuel. Ob. Cit., Pág. 27.

⁴⁰ Faure, Darío J. “Fideicomisos. Aspectos generales, impositivos y contables”, Editorial Aplicación Tributaria S.A. Bs. As., 2009.

6.6. Relación ganar / ganar.

En relación con la idea de confianza que plantea el fideicomiso entre las partes, consideramos importante tratar también el concepto relacionado de ganar/ganar.

Según Covey Stephen⁴¹, “ganar/ganar significa que los acuerdos o soluciones son mutuamente benéficos, mutuamente satisfactorios. Con una solución de ganar/ganar todas las partes se sienten bien por la decisión que se tome, y se comprometen con el plan de acción”.

De esta forma, el éxito de una de las partes no se logra a expensas o excluyendo el éxito de las otras partes intervinientes.

Dicho autor continua diciendo que si las partes intervinientes no llegan a una solución sinérgica, podrían recurrir a una expresión superior que sería “ganar/ganar o no hay trato” donde “No hay trato significa que, si no podemos encontrar una solución que beneficie a ambas partes, coincidiremos en disentir de común acuerdo: no hay trato”.

6.7. Responsabilidad social empresaria, ética y negocios fiduciarios.

Según Etkin Jorge⁴², “Las empresas éticas son reflexivas, toman conciencia de los problemas de su propio funcionamiento, sus contradicciones y sus enemigos internos”. “En la lucha por los mercados y el afán de crecer o posicionarse, las empresas aprovechan zonas oscuras de la ley, toman decisiones que son injustas o incorrectas, que perjudican al medio y afectan derechos de los ciudadanos”. “...las empresas éticas ofrecen otras posibilidades, no por razones de creencias o voluntarismo, sino por cuestiones que hacen a la inteligencia de las relaciones”. A su vez, Etkin destaca que en el marco de la lucha competitiva, las empresas pueden asumir distintas posiciones respecto de la cuestión de los valores éticos y los principios sociales tales como: 1- el vacío ético; 2- la dualidad ética; 3- la ética mínima; 4- la posición ética. Esta última es la que creemos correcta, cuando se decide considerando la responsabilidad social de la empresa.

Antes de seguir avanzando con el estudio del fideicomiso, consideramos importante aclarar los conceptos que se detallan a continuación, a fin de mitigar algunas desviaciones que pueden suscitarse a partir de algunos aparentes negocios fiduciarios que pueden dar lugar a fraudes, y de afianzar la ética profesional que debe estar presente en todos los actos.

Alchouron Juan Martin⁴³, define los negocios fiduciarios y dice que “son aquellos que tienen como base la confianza (en latín, “fides”) depositada en una de las partes. ... Se caracterizan por la excelencia del medio empleado respecto del fin perseguido.”

⁴¹ Covey, Stephen. “Los 7 hábitos de la gente altamente efectiva”, Editorial Paidós Plural, Bs. As., 2005. Pág. 233.

⁴² Etkin, Jorge. “Gestión de la complejidad en las organizaciones”, Editorial Granica, Bs. As., 2005. Pág. 439 a 461.

⁴³ Alchouron, Juan Martin y otros. “Fideicomisos. Aspectos jurídicos, tributarios y contables”, Editorial Errepar, Bs. As., 2006. Pág. 3.

De acuerdo con Alchouron Juan Martin⁴⁴, y considerando que este tipo de negocios tienen implícito el riesgo de abuso de la confianza dada por su depositario, lo que podría derivar en una defraudación, mencionaremos algunas definiciones básicas, a saber:

- **Los negocios indirectos**, “son aquellos en los que sus partes utilizan un ropaje jurídico determinado con el objetivo de llegar, por dicha vía, a un resultado distinto del propio del de la figura convencional utilizada.”
- **Los negocios simulados**, “son aquellos en los que los contratantes crean con su declaración sólo la apariencia exterior de un contrato del que no quieren sus efectos, o crean la apariencia exterior de un contrato diverso del querido por ellos.”
- **Los negocios fraudulentos**, “son aquellos llevados a cabo por una persona con el ánimo de defraudar los derechos de un tercero.”

El autor sostiene que estos últimos tres conceptos mencionados, deberían ser erradicados de la práctica profesional en la utilización del fideicomiso.

6.8. El fideicomiso.

Según Faure Darío⁴⁵, “la palabra fideicomiso proviene del latín “fideicommissum”, cuyo significado podemos dividirlo en “fides” que significa fe y “commissus” que significa confiado. De eso se trata este contrato, de la confianza depositada por parte del fiduciante (aportante de los bienes) en el fiduciario (administrador del fondo). De allí surge también la enorme responsabilidad que le otorga la ley a esta parte del contrato, caso contrario el fiduciante podría sentirse desprotegido.”

De acuerdo con Alchouron Juan Martin⁴⁶, “el fideicomiso es una especie dentro del género de los negocios fiduciarios. Consiste en la afectación por parte de una persona de un bien o un conjunto de bienes a un fin determinado, para beneficio de esa misma persona u otra, por un lapso subordinado a un plazo o a una condición.”

Como menciona en su obra Cosentino Adrian, al referirse a la definición de fideicomiso citada por los autores Martorell y Carregal respectivamente, quienes sostienen que:

“Es el contrato por el cual una persona (Fiduciario) recibe de otra (Fiduciante), que confía en ella, una titularidad de derecho a nombre propio, comprometiéndose a usarla sólo en lo preciso para el fin restringido acordado, en interés suyo, y del transmitente o un tercero”⁴⁷.

“Es aquel contrato por el cual una persona recibe de otra un encargo respecto de un bien determinado cuya propiedad se le transfiere a título de confianza, para que al cumplimiento de un plazo o condición le dé el destino convenido”⁴⁸.

En todas las definiciones señaladas se destaca en el fideicomiso el título de confianza.

En términos del art. N°1 de la Ley N° 24.441⁴⁹: “Habrà fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a

⁴⁴ Alchouron, Juan Martin. Ob. Cit. Pág. 3 y 4.

⁴⁵ Faure, Darío J. Ob. Cit. Pág. 13.

⁴⁶ Alchouron, Juan Martin. Ob. Cit. Pág. 5.

⁴⁷ Martorell, Mariano Navarro. “La Propiedad Fiduciaria”, Ed. Bosch, Barcelona, 1950.

⁴⁸ Carregal, Mario. “El Fideicomiso”, Ed. Universidad, Bs. As., 1982.

⁴⁹ Ley N° 24.441, “Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción”, B.O. del 16/01/95, Art. 1.

otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien designe el contrato (beneficiario) y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario”.

Según los autores Malumian, Diplotti y Gutierrez⁵⁰, “Se desprende de la definición de la ley que para que haya fideicomiso es requisito indispensable que existan bienes cuya propiedad se transfiera para cumplir un fin determinado. En otras palabras, debe existir un bien, dos partes y un encargo, instrucción o mandato fiduciario”.

6.8.1. Antecedentes y evolución histórica del fideicomiso.

El fideicomiso, no es una forma de financiamiento moderno en el mundo. Existen registros históricos de innumerables casos en la antigüedad.

El fideicomiso, tal como se encuentra instrumentado en la Ley N° 24.441, encuentra su primer antecedente en el derecho Romano.

Según Malumian, Diplotti y Gutiérrez⁵¹, “La naturaleza de las instituciones jurídicas se hace mas comprensible a través del estudio de su desenvolvimiento histórico que del mero análisis de la lógica jurídica pura de la misma. En este sentido, es importante repasar momentos del desarrollo histórico del fideicomiso para el mejor entendimiento de la figura frente al Derecho argentino”.

Sin perjuicio de la finalidad tenida en cuenta en esta tesis, comenzaremos el estudio del fideicomiso citando los antecedentes del mismo en el orden internacional y nacional, para observar así como operó tiempo atrás desde su origen y como fue evolucionando para encontrarnos con el desarrollo actual en la Argentina.

6.8.1.1. Antecedentes romanistas.

Son varios los autores que sostienen que el instituto del fideicomiso es de origen romanista ya que existía la posibilidad de verlo funcionando, sin que se lo llame fideicomiso, para ciertos actos de la vida civil romana. Así lo tiene entendido la doctrina mayoritaria⁵², aunque existe una corriente minoritaria que sostiene que la aplicación del fideicomiso se inició con los griegos y egipcios, y que luego fue transmitido a los romanos. En Roma se realizaba para dos finalidades específicas, por un lado para facilitar todos los actos de última voluntad por el cual pudiesen disponer de sus bienes los peregrinos o quienes por otras causas no pudiesen hacer el testamento romano, y por otro lado para hacer llegar las herencias a todas aquellas personas incapaces de poder recibir herencias, que por el hecho de haber brindado servicio a los testadores, se lo merecían⁵³. Cabe resaltar aquí también lo que sucedía con el derecho anglosajón, en donde la figura era conocida con el nombre de “trust”, ya que en este derecho se da una particularidad dado que ante los abusos cometidos por los señores feudales en el siglo XV, y ante la reiterada petición de los súbditos, se desarrolla un sistema llamado de “equidad”. Es aquí donde puede verse un doble régimen que

⁵⁰ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. “Fideicomiso y Securitización”; Editorial La Ley, Segunda Edición, Bs. As., 2006, Pág. 3.

⁵¹ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. Ob. Cit. Pág. 4.

⁵² Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 1.

Lasca, Jorge Hugo. “Práctica del Fideicomiso”, Editorial Astrea, Buenos Aires, Año 2003, Pág. 1.

⁵³ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 1.



regulaba a la propiedad por aquellos tiempos, es decir existía la propiedad “legal” y la propiedad “equitativa”.

En síntesis y haciendo una analogía con la actualidad, existían dos formas de “fideicomiso”. Como menciona en su libro Darío J. Faure⁵⁴, “uno de ellos tenía como objetivo garantizar el cobro de un crédito entregando la propiedad de una cosa (similar al actual fideicomiso de garantía); mientras que la otra forma consistía en la entrega de un bien al fiduciario para su administración (similar al actual fideicomiso de administración)”.

6.8.1.2. De la fiducia romana al trust anglosajón.

La figura del trust existe en Inglaterra. Según la definición del Restatement of the law of trust, como mencionan en su libro Kiper y Lisoprawsky⁵⁵, “un trust es una relación fiduciaria con respecto a determinados bienes, por lo cual la persona que los posee (trustee) está obligada en derecho equidad a manejarlos en beneficio de un tercero (cestui que trust). Este negocio surge como resultado de un acto volitivo expreso de la persona que crea el trust (settlor)”.

Como consecuencia del sistema jurídico dualista del derecho angloamericano (common law, o derecho común) solo se ocupaba de la propiedad legal pero en el derecho equidad (equity) y en los tribunales que ejercen su jurisdicción, no obstante reconociendo al fiduciario como “propietario legal”, lo colocan a este en subordinación absoluta a los derechos del propietario equitativo. Es decir que hay dos títulos de propiedad sobre los mismos bienes, el legal y el equitativo, aquel esta supeditado a este respectivamente, es decir para que el título de dominio sobre una cosa sea perfecto debe ser reconocido por los dos sistemas jurídicos⁵⁶.

Entre el fideicomiso según el derecho romano y el trust anglosajón encontramos muchas diferencias. La mas importante de todas se fundamenta en que en este último se admite la doble titularidad sobre los bienes, mientras que en el derecho romano había una titularidad única.

6.8.1.3. Antecedentes latinoamericanos.

En virtud del importante desarrollo de la figura del fideicomiso y de las securitizaciones en América Latina, entendemos muy ilustrativo y útil citar la legislación y la época en que fue incorporado en los principales países latinoamericanos el mencionado instituto.

A continuación comentamos las distintas jurisdicciones en orden alfabético:

Brasil: No cuenta con una legislación integral del fideicomiso sino una recepción acotada y específica, tiene regulado en la Ley de Mercado de Capitales 4728 del año 1965 y el Dec. Ley 911 del año 1969 que regula el fideicomiso de garantía⁵⁷.

Chile: La figura del fideicomiso se encuentra regulada en el Código Civil de la República de Chile en el Libro II, dentro del Título VIII relativo a las “limitaciones

⁵⁴ Faure, Darío J. Ob. Cit. Pág. 15.

⁵⁵ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 4.

⁵⁶ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 6/7.

⁵⁷ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 180.

del dominio y primeramente de la propiedad fiduciaria” que abarca los artículos 732 a 763 inclusive⁵⁸.

Colombia: “Código de Comercio de Colombia” (1971) artículos 1226 a 1244, trata a la fiducia mercantil, sus antecedentes, entre otros fue la ley bancaria de 1923⁵⁹.

Ecuador: Lo tiene regulado en la Ley de Mercado de Valores 107 del año 1998. Es importante señalar que no solo es el sistema más moderno de todo Latinoamérica sino que también a diferencia de todas las legislaciones latinoamericanas, este lo trata como patrimonio autónomo, teniendo su antecedente del derecho anglosajón, mientras que el resto de la legislación que regula el fideicomiso en Latinoamérica, es del derecho romano⁶⁰.

México: Esta contenida en la ley General de Títulos y Operaciones de Créditos, artículos 349 a 359 del año 1932, con antecedentes del año 1924, a su vez complementada con una importante cantidad de leyes y reglamentaciones⁶¹.

Panamá: Se encuentra en legislado desde 1984 y con antecedentes desde 1941. Es a Ricardo Alfaro a quién se considera el iniciador de la legislación del instituto en Latinoamérica⁶².

Paraguay: Se encuentra legislado en la Ley 921 de 1996, trata el negocio fiduciario y el fideicomiso⁶³.

Perú: Esta legislado en la Ley General del Sistema Financiero y Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Bancos y Seguros 26.702 del año 1996 y en la Ley de Mercado de Valores también del año 1996⁶⁴.

Uruguay: El 26 de noviembre de 2003 entró en vigencia la ley que incorporó la figura del fideicomiso en Uruguay (201) siendo reglamentada por el Decreto 516/2003 modificado por el Decreto 46/04⁶⁵.

6.8.1.4. Antecedentes en la Argentina.

En el derecho argentino, la regulación del fideicomiso, la podemos separar en dos etapas. Una primera etapa comprende el régimen que estableció Vélez Sarsfield en el Código Civil, vinculándolo a la transferencia del dominio fiduciario. En la etapa segunda encontramos la Ley 24.441, que regula el fideicomiso e incorpora algunos cambios al régimen anterior. Entre la sanción del Código Civil (1869) y de la Ley 24.441 (1995) existieron varios proyectos de fideicomiso; el que más relevancia alcanzó fue elaborado por la comisión de Reformas a la Legislación Comercial de 1967.

Entre los precedentes nacionales a la actual legislación (Ley 24.441) encontramos a: Proyecto Michelson, Comisión de Reforma de Legislación Comercial año 1967; Anteproyecto del P.E.N. a cargo de Duncan Parodi año

⁵⁸ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. Ob. Cit. Pág. 497.

⁵⁹ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 170.

⁶⁰ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 177.

⁶¹ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 172.

⁶² Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 177.

⁶³ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 178.

⁶⁴ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 179.

⁶⁵ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. Ob. Cit. Pág. 687.



1984; Proyecto del Senador Velásquez; Anteproyecto Notarios Legados del Tucumán López de Zavalía año 1985; Proyecto del P.E.N año 1986; Proyecto Silva año 1986; Proyecto Storani-Terrile año 1989; Proyecto Iribarne año 1991; Proyecto de unificación Civil y Comercial año 1992.

El fideicomiso es una figura que, si bien ya se encontraba legislada en el Código Civil, tomó mayor apogeo a partir de la sanción de la Ley N° 24.441 titulada “Ley de Financiamiento de la Vivienda y Construcción”, aprobada por el P.E.N mediante el Decreto N° 43/95 y cuya publicación en el Boletín Oficial data del año 1995. El fideicomiso se encuentra regulado en los primeros siete capítulos (artículos 1 al 26) mientras que en los restantes artículos desarrolla otros temas que no son objeto de estudio de nuestra tesis.

En síntesis, según Malumian, Diplotti y Gutiérrez⁶⁶, “... si bien existen numerosos antecedentes doctrinales y legislativos, el instituto del fideicomiso tal como lo conocemos hoy en día en Argentina nació con la ley 24.441 y tiene sus antecedentes directos en el fideicomiso latinoamericano que deriva del *trust* anglosajón y sólo remotamente del fideicomiso romano”.

6.8.2. El contrato del fideicomiso.

En términos de Varela Marcelo y Guglielmetti Luis⁶⁷, “las relaciones de las partes entre sí y con el activo están reguladas por el contrato de fideicomiso, que es la pieza más importante de este tipo de figura jurídica. En este tema insistiremos varias veces: En la redacción del contrato se va la vida del fideicomiso y, en gran medida, la de sus partes. Esta aseveración parece exagerada pero no lo es. En el fideicomiso no se puede pensar que cualquier problema que se deslizó en el contrato se puede superar consultando la ley que lo enmarca. La Ley N° 24.441 otorga una gran libertad para operar y, por lo tanto, deposita una enorme responsabilidad en las partes.”

Sin dudas, el contrato de fideicomiso es de mucha importancia ya que en él se definen todas las cuestiones referidas a su funcionamiento y las partes que intervienen.

6.8.3. Partes del Fideicomiso.

Según Malumian, Diplotti y Gutierrez⁶⁸, “... desde un punto de vista estricto, sólo serían partes del fideicomiso (firmantes necesarios del contrato de fideicomiso) el fiduciante y el fiduciario pues tanto el beneficiario como el fideicomisario se rigen por las reglas atinentes a las estipulaciones a favor de terceros. En virtud de lo dicho existirán hasta cuatro posibles participantes pero sólo dos partes”.

A continuación veremos cada uno de los participantes del contrato y sus particularidades:

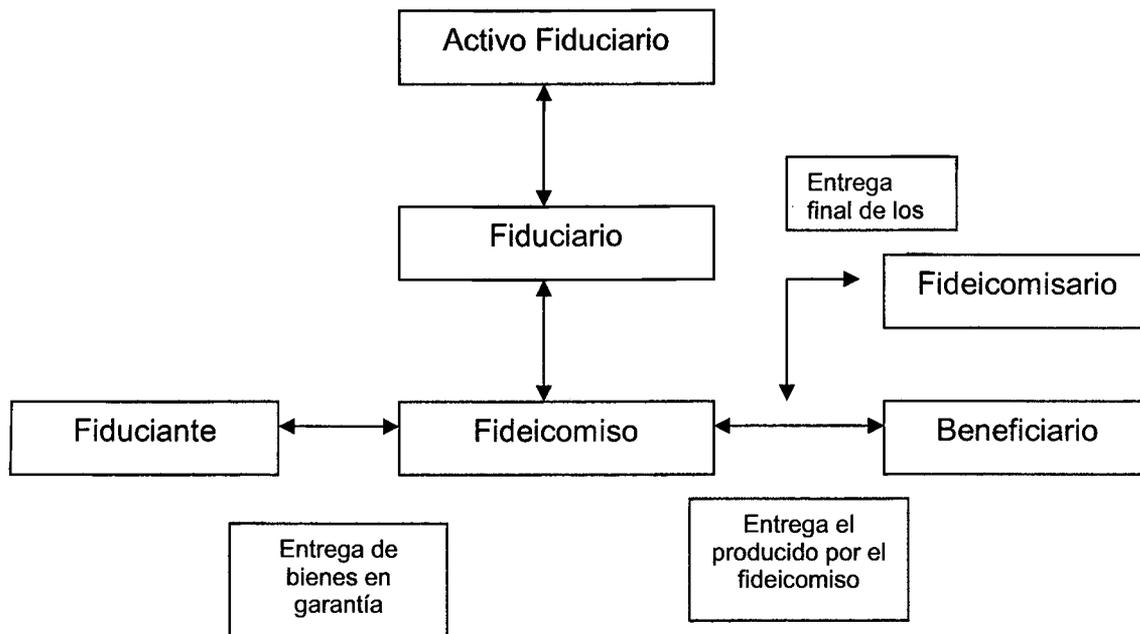
- a) Fiduciante.
- b) Fiduciario.
- c) Beneficiario.
- d) Fideicomisario.

⁶⁶ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. Ob. Cit. Pág. 21.

⁶⁷ Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. “Fideicomisos”, Editorial Aplicación Tributaria S.A., Bs. As., Año 2008, Pág. 12.

⁶⁸ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. Ob. Cit. Pág. 23.

Gráfico 1. Partes del fideicomiso y su operatoria básica⁶⁹.



De acuerdo a lo expuesto, el fideicomiso es la figura que reúne a todos estos protagonistas y al activo.

6.8.3.1. Fiduciante.

Según Faure Darío⁷⁰, “el fiduciante es el propietario del o de los bienes que se transmiten a través del contrato de fideicomiso e instruye al fiduciario acerca del encargo que deberá cumplir.”

Para Varela Marcelo y Guglielmetti Luis⁷¹, “el fiduciante es la persona que tiene el patrimonio con el cual hacer un fideicomiso y lo cede para que el mismo pueda constituirse.”

En términos de Alchouron Juan Martin⁷², el fiduciante “es la persona propietario del bien o los bienes que se transmiten en fideicomiso y, generalmente, quien instruye al fiduciario acerca del encargo que deberá cumplir respecto de los bienes fideicomitados para beneficio del beneficiario.”

Un ejemplo de ello podría ser el caso de un emprendimiento inmobiliario, donde el fiduciante sería el inversor que entrega diferentes bienes al administrador, como puede ser el terreno, materiales, dinero, etc.

De acuerdo a la Ley 24.441, el fiduciante puede ser una persona física o jurídica, capaz de contratar un fideicomiso. Además, es quien designa al fiduciario.

⁶⁹ Fuente: Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. Ob. Cit.

⁷⁰ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 23

⁷¹ Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. Ob. Cit. Pág. 13

⁷² Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 22.



Alchouron Juan Martin⁷³ sostiene que “la obligación principal del fiduciante es la transmisión de la propiedad fiduciaria de los bienes comprometida en el contrato de fideicomiso”. En cuanto a los derechos del fiduciante, dicho autor destaca:

- Ejercer la remoción del fiduciario, la “que no traerá como consecuencia la extinción del fideicomiso, sino el reemplazo del fiduciario por su sustituto de acuerdo con las previsiones contractuales, o subsidiariamente, de acuerdo con lo establecido en la LFVC.” (ver art. 9).
- Gravámenes, las disposiciones del fiduciario deberán contar con el consentimiento del fiduciante y/o del beneficiario. (art. 17 LFVC).
- Sustitución del fiduciario, el fiduciante tendrá derecho a su ejercicio con autorización judicial (art. 18 LFVC).
- Revocación del fideicomiso, el art. 25 LFVC le otorga ese derecho.
- Rendición de cuentas, el contrato de fideicomiso podrá establecer el derecho del fiduciante a exigir al fiduciario una rendición de cuentas.

Según Malumian, Diplotti y Gutierrez⁷⁴, “Si bien la ley habla del fiduciante en singular nada obsta a que exista multiplicidad de fiduciantes. Esta situación puede responder a: (i) un aporte fiduciario hecho originalmente en conjunto (fiduciantes de un bien en copropiedad), (ii) a una pluralidad de fiduciantes prevista pero no ejecutada en forma conjunta (fiduciantes en un proyecto de inversión que conocen y alientan la existencia de otros fiduciantes pero que ingresan en distintos momentos), o (iii) puede responder a una circunstancia fortuita posterior”.

6.8.3.2. Fiduciario.

La figura del fiduciario es una parte muy importante en el desarrollo del fideicomiso.

Concepto:

Desde su origen en el latín, “fiduciario” proviene del latín “fiducia” lo que significa confianza. El fiduciante deposita la confianza desde el momento en que le entrega los bienes al fiduciario con el fin de que este realice el objetivo del contrato de fideicomiso.

Faure Darío sostiene que⁷⁵ “el fiduciario es el administrador del fideicomiso. Es quien tiene la “propiedad fiduciaria” de los bienes recibidos del fiduciante y la obligación de darle a los bienes el destino establecido en el contrato.”

Por su parte, Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis⁷⁶ sostienen que el fiduciario es “el encargado de administrar el fideicomiso”.

Alchouron Juan. Martin⁷⁷ afirma que “el fiduciario es la persona a la que el fiduciante le transmite la propiedad fiduciaria de determinados bienes con el encargo fiduciario de detentarla para el beneficio del beneficiario”.

⁷³ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 22 y 23.

⁷⁴ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. Ob. Cit. Pág. 24.

⁷⁵ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 24

⁷⁶ Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. Ob. Cit. Pág. 13

⁷⁷ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 25.



De acuerdo con la ley N° 24.441, mencionaremos a continuación algunos artículos sobresalientes.

Quienes pueden ser fiduciarios:

* *Art. N°5*, menciona quien puede ser fiduciario, establece que si se trata de un fideicomiso ordinario puede ser fiduciario cualquier persona física o jurídica. En cambio, si se trata de un fideicomiso financiero sólo pueden ser fiduciarias las entidades financieras autorizadas según la Ley No 21.526⁷⁸ y las personas jurídicas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores.

Varios autores sostienen que la limitación de la oferta pública del servicio de fiduciario se circunscribe a aquellas personas que pretenden brindar tal servicio como fiduciarios financieros tal como lo dispone el art. 19 de la LFVC⁷⁹.

En relación a esto último, destacamos también el criterio de Alchouron Juan Martin⁸⁰, “es prudente que el Estado tenga poder de policía y aptitud para establecer requisitos mínimos a cualquier persona que ofrezca públicamente sus servicios como fiduciario en sus distintas variantes y no solamente restringido al fideicomiso financiero.”

Según Malumian, Diplotti y Gutierrez⁸¹, “El elemento determinante para calificar a un fiduciario de ordinario público es la “oferta pública” de servicios fiduciarios no así la cantidad de contratos suscriptos”.

Derechos y obligaciones del fiduciario:

* *Art. N° 6*, “El fiduciario deberá cumplir las obligaciones impuestas por la ley o la convención con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la confianza depositada en él.”

En términos de Faure Darío⁸², “el fiduciario deberá actuar correctamente de acuerdo a las pautas establecidas en el contrato, tomando todos los recaudos necesarios para cumplir adecuadamente los fines del fideicomiso. ... El fiduciario es la única parte interviniente del fideicomiso que puede llegar a responder con sus propios bienes, ya que ello no sucede con los fiduciantes, beneficiarios y fideicomisarios. Esta figura responderá con sus propios bienes en el caso de que, como establece la ley, no actúe con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios.”

Kiper y Lisoprawski⁸³, en referencia a este asunto, dicen que el “fiduciario debe conocer las reglas, costumbres, prácticas y métodos propios del tipo de negocios que se comprometió a realizar; de lo contrario habrá impericia. Al mismo tiempo, debe llevar adelante su cometido con previsión y diligencia. El fiduciario, al tomar decisiones... se puede equivocar, lo que implica mala práctica o práctica equivocada. El error puede ser excusable o inexcusable. El fiduciario es responsable siempre que comete un error objetivamente injustificable para un experto de su clase. En cambio, si el supuesto error es opinable, pues se trata

⁷⁸ Ley 21.526 de Entidades Financieras. B.O. 21/02/1977.

⁷⁹ Clusellas, Eduardo G. y Ormaechea, Carolina. “Contratos con garantía Fiduciaria”, Ed. Abaco, Pág. 91.

⁸⁰ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 26.

⁸¹ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. Ob. Cit. Pág. 25.

⁸² Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 25 y 26.

⁸³ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit.

de un tema sobre el que existen diversas opiniones y posturas, lo que hace que deba ser apreciado subjetivamente, el error es excusable y no genera responsabilidad”.

En opinión de Martín Julián⁸⁴, resumiremos algunos principios del Código de Ética del Fiduciario Latinoamericano (1998):

- Mantener un alto grado de formación y conocimiento a todos los niveles es una responsabilidad por la cual deben velar las entidades fiduciarias.
- El fideicomiso tiene como principio fundamental la confianza.
- El diseño y desarrollo de un sistema integral para la prevención y control estará a cargo de las entidades fiduciarias y estará orientado a evitar que las operaciones fiduciarias sean utilizadas como mecanismo para ocultar el origen, propósito y destino de los capitales ilícitos.
- Las entidades fiduciarias deben velar para que su personal conduzca y ejecute la actividad fiduciaria con ética profesional, la diligencia, la lealtad, la transparencia, para asegurar el cumplimiento de las finalidades y una recta administración de los bienes fideicomitados.

* Art. N° 7, establece la obligación de rendir cuentas del fiduciario. En el contrato se podrá establecer la periodicidad de las rendiciones, pero nunca podrá superar a un año. Además, dicho artículo prohíbe al fiduciario de adquirir para sí los bienes fideicomitados.

Faure Darío⁸⁵ nos explica que “esto es así ya que, como mencionamos anteriormente, el contrato se basa en la confianza depositada por el fiduciante al fiduciario, y la adquisición para sí de dichos bienes puede ocasionar conflictos con las restantes partes del fideicomiso.”

Por su parte, Mosset Iturraspe⁸⁶, respecto de la potestad de abuso del fiduciario, afirma que “...El fiduciario aparece investido de una legitimidad o legitimación para contratar con respecto a los bienes que se le han atribuido, muy amplia. La titularidad de una relación real posibilita una serie de negocios frente a terceros con efecto también en el campo de los derechos reales, y aunque tales negocios violen el pacto de confianza, son validos y eficaces. La responsabilidad por el abuso solo se traduce en el resarcimiento de los perjuicios sobrevividos...”.

Es importante destacar también que muchos autores rechazan la alternativa de que el fiduciario sea, a la vez, el acreedor en una relación obligacional que garantiza el fideicomiso mismo.⁸⁷

Kiper y Lisoprawski⁸⁸, nos hablan sobre la responsabilidad del fiduciario y afirman que “por aplicación de los principios generales, se puede establecer que si el fiduciario, en el ejercicio de su función de administrar un patrimonio o cosas determinadas, que son propias pero que debe hacerlo en interés ajeno, ocasiona un daño por su culpa o dolo, está obligado a repararlo. La regla consiste en que el fiduciario es responsable de todo daño causado al fiduciante, al fideicomisario,

⁸⁴ Martín, J.; Eidelstein, M. y Alchouron, J. “Fideicomisos”, 1° Edición, Errepar, Bs. As. 2006. Pág. 114.

⁸⁵ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 25.

⁸⁶ Mosset Iturraspe, Jorge. “Negocios simulados, fraudulentos y fiduciarios”, Ed. Abaco, 1975, T. II, Pág. 232.

⁸⁷ Molina Sandoval, Carlos A. “El fideicomiso en la dinámica mercantil”, Ed. Abaco de Rodolfo Depalma, 2004, pág. 384; Rodríguez Azuero, Sergio. “Negocios; Negocios fiduciarios, su significación en América Latina”, Legis Editores, 2005, Pág. 477.

⁸⁸ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 303 a 308.



o al beneficiario, derivado de la no ejecución total o parcial de las obligaciones emergentes del fideicomiso, salvo el que se deba a caso fortuito o fuerza mayor”.

En términos de Alchouron Juan Martin⁸⁹, “Para valorar la diligencia del fiduciario, la ley lo obliga a rendir cuentas de su gestión....La forma y el alcance de esta rendición de cuentas estará relacionada al tipo de fideicomiso (de garantía, de inversión, financiero, etc.) y los actos que el fiduciario deba cumplir con los bienes fideicomitados para cumplir con el encargo fiduciario correspondiente.”

La retribución:

* *Art. N°8:* “Salvo estipulación en contrario, el fiduciario tendrá derecho al reembolso de los gastos y a una retribución. Si ésta no hubiese sido fijada en el contrato, la fijará el juez teniendo en consideración la índole de la encomienda y la importancia de los deberes a cumplir.”

Este art. nos da la pauta de que el fiduciario puede recibir una retribución por la tarea realizada.

En opinión de Faure Darío⁹⁰, la retribución que perciba se encontrará alcanzada por el impuesto al valor agregado y por el impuesto sobre los ingresos brutos, según las disposiciones generales de las leyes correspondientes. También se encuentra alcanzada por el impuesto a las ganancias, siendo una renta de cuarta categoría. También el fiduciario puede actuar a título gratuito sin percibir suma alguna por su actividad, en este caso, la carga tributaria sería nula. De todas formas, las cuestiones tributarias del fideicomiso se desarrollarán más adelante.

Por su parte, Alchouron Juan Martin⁹¹, sostiene que “...la regla general es que se trata de un encargo a título oneroso, lo que no implica que la transferencia de la propiedad fiduciaria de los bienes objeto del fideicomiso sea onerosa.”

Un aspecto importante es la responsabilidad que posee por el fideicomiso como responsable por deuda ajena. De acuerdo al artículo 6° de la Ley No 11.683⁹² referido a los responsables por deuda ajena, “los administradores de patrimonios, empresas o bienes que en ejercicio de sus funciones puedan determinar íntegramente la materia imponible que gravan las respectivas leyes tributarias con relación a los titulares de aquellos y pagar el gravamen correspondiente...”, podemos inferir que el fiduciario tiene la responsabilidad de pagar con los fondos propios del fideicomiso los impuestos que se encuentren alcanzados en cabeza de este último.

Asimismo, el fiduciario será solidariamente responsable por los impuestos omitidos de ingresar.

6.8.3.3. Beneficiario.

Según Faure Darío⁹³, “El beneficiario es aquella persona (física o jurídica) a favor de la cual se administran los bienes fideicomitados, recibiendo los frutos que produzcan. Puede ser el mismo fiduciante o alguien a quien este designe.”

⁸⁹ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 30.

⁹⁰ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 27.

⁹¹ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 31.

⁹² Ley 11.683, de Procedimiento Fiscal. Decreto 821/98.

⁹³ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 28.



Por su parte, Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis⁹⁴, sostienen que el beneficiario es “La persona a cuyo favor se constituye el fideicomiso”.

Para Alchouron Juan Martin⁹⁵, “El beneficiario de un fideicomiso es aquella persona en cuyo beneficio se constituyo el fideicomiso y, consecuentemente, en cuyo beneficio el fiduciario detenta la propiedad fiduciaria.”

En opinión de Malumian, Diplotti y Gutierrez⁹⁶, “Tal como adelantamos, el beneficiario no es parte del contrato del fideicomiso sino que revisten esta calidad el fiduciante y el fiduciario. Sin embargo, considerando que el contrato de fideicomiso es a favor del beneficiario, sería recomendable que el mismo firme el contrato constitutivo del fideicomiso aceptando tanto las ventajas emergentes del mismo como así también las eventuales obligaciones que el mismo le imponga”.

Sin perjuicio de lo dicho precedentemente, es indispensable que el contrato de fideicomiso mínimamente designe al beneficiario. El art. 2 LFVC establece:

“Artículo 2º— El contrato deberá individualizar al beneficiario, quien podrá ser una persona física o jurídica, que puede o no existir al tiempo del otorgamiento del contrato; en este último caso deberán constar los datos que permitan su individualización futura...”

Asimismo, el art. 3 de la LFVC establece que “... Podrá designarse mas de un beneficiario... también podrán designarse beneficiarios sustitutos para el caso de no aceptación, renuncia o muerte”.

Sobre el tema, Faure Darío⁹⁷ explica que no hay problema en que haya varios beneficiarios. Por ejemplo, un caso de varios beneficiarios podría ser un fideicomiso testamentario, donde el padre establece como beneficiarios a sus tres (2) hijos. Aquí habría 2 beneficiarios. “En ciertos casos es común ver que se desea realizar la transmisión de la calidad de beneficiario. Tal como establece la ley, no existe problema alguno para tal cesión, salvo que el fiduciante haya estipulado expresamente en el contrato que no se puede transmitir la calidad de beneficiario”.

6.8.3.4. Fideicomisario.

Según Faure Darío⁹⁸, el fideicomisario “Es el destinatario de los bienes una vez cumplido el plazo o condición a que está sometido el dominio fiduciario. No necesariamente debe estar estipulado en el contrato la existencia del fideicomisario; en caso de que no lo esté, el destinatario final será el beneficiario”.

Por su parte, Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis⁹⁹, sostienen que es “La persona a la que se entregaran los bienes remanentes que pudieran quedar luego de cumplidas las obligaciones hacia los beneficiarios”.

⁹⁴ Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. Ob. Cit. Pág. 13.

⁹⁵ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 34.

⁹⁶ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. Ob. Cit. Pág. 27.

⁹⁷ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 28.

⁹⁸ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 29.

⁹⁹ Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. Ob. Cit. Pág. 13.



Para Alchouron Juan Martin¹⁰⁰, “Denominamos fideicomisario a aquella persona designada como tal por el fiduciante, a la cual el fiduciario deba transmitirle los bienes fideicomitidos que resulten remanentes una vez cumplido el encargo fiduciario, distinta del beneficiario”.

Según Malumian, Diplotti y Gutierrez¹⁰¹, “Bajo el Derecho argentino, el fideicomisario es la parte que tiene el derecho a recibir el bien al finalizar el fideicomiso. Este participantes (que no es estrictamente hablando una parte del contrato) se diferencia del beneficiario que es aquél que recibe los frutos de los bienes fideicomitidos a lo largo de la vida del fideicomiso”.

Tradicionalmente, Beneficiario y Fideicomisario eran la misma persona, sin embargo el art. 1º de la LFVC, introduce una novedad al autorizar que sean sujetos distintos.

Según Cosentino Adrian¹⁰², “Esto lo ha hecho presumiblemente así el legislador argentino para permitir que el Fideicomisario de un fideicomiso financiero sea alguien diverso que los tenedores de títulos de deuda o certificados de participación”.

El art. 26 de la LFVC establece lo siguiente: “Producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitidos al fideicomisario o a sus sucesores, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrables que correspondan.”

6.8.4. Las partes del fideicomiso y su concurrencia.

Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis¹⁰³ nos aportan algunas reglas referidas a la concurrencia que puede haber entre las partes, a saber:

- El beneficiario y el fiduciante pueden ser la misma persona.
- El fiduciante y el fiduciario no pueden ser la misma persona.
- El fiduciario puede ser beneficiario, pero no puede ser el único beneficiario.
- El fideicomisario puede ser tanto el fiduciante como el beneficiario.

6.8.5. Objeto del contrato de fideicomiso.

Según Borda Guillermo¹⁰⁴, el objeto de un contrato es “...la prestación prometida por las partes, la cosa o el hecho sobre los que recae la obligación contraída...”.

En opinión de Alchouron Juan Martin¹⁰⁵, “La LFVC establece que pueden ser objeto del contrato de fideicomiso bienes determinados. El requisito de determinación del objeto se satisface con el hecho de que el mismo sea determinable”.

De acuerdo con nuestro Código Civil¹⁰⁶, son bienes tanto los objetos materiales como los objetos inmateriales susceptibles de valor. Asimismo, sostiene que los derechos son bienes en tanto sean susceptibles de tener valor.

¹⁰⁰ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 35.

¹⁰¹ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. Ob. Cit. Pág. 29.

¹⁰² Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 25.

¹⁰³ Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. Ob. Cit. Pág. 13.

¹⁰⁴ Borda, Guillermo A. “Manual de Contratos”, Ed. Abeledo-Perrot, Bs. As., 1987. Pág. 88.

¹⁰⁵ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 11.

¹⁰⁶ Código Civil de la República Argentina, Artículo 3212.



El art. 4 de la LFVC establece: "El contrato también deberá contener:

- a) La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, constará la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes; b) La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso;... d) El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso;..."

Para Cosentino Adrian¹⁰⁷, "Puede ser objeto del contrato de fideicomiso toda clase de bienes o derechos, salvo los personales del Fideicomitente, denominados también derechos personalísimos (libertad, honor, etc.). ...En materia de derechos reales, no puede haber transmisión de dominio sobre las cosas que no estén debidamente individualizadas. Pero, en el ámbito de los derechos personales nada lo impide, por ejemplo, respecto de créditos futuros."

En términos de Porto José¹⁰⁸, "Serán objeto del contrato, toda clase de cosas muebles o inmuebles, bienes o derechos, existentes o futuros. El patrimonio fiduciario estará compuesto por:

- a) Los bienes fideicomitidos;
- b) Los que se incorporen, con los frutos de dichos bienes;
- c) Lo obtenido de actos de disposición de esos bienes, que realice el fiduciario".

6.8.6. Elementos típicos y caracteres.

Varios autores coinciden en que el contrato de fideicomiso posee los siguientes caracteres¹⁰⁹:

- a) Es típico: porque está tipificado por la ley y para que sea válido debe cumplir una serie de requisitos.
- b) Es bilateral: Las partes se obligan recíprocamente la una a la otra (art. 1138 Código Civil). Además, requiere que hayan dos partes, el fiduciante y el fiduciario.
- c) Es consensual: significa que se perfecciona desde el momento en que las partes hubieran dado su consentimiento (Art. 1140 Código Civil).
- d) Es oneroso: La Ley N° 24.441 determina que "salvo estipulación en contrario, el fiduciario tendrá derecho al reembolso de los gastos y a una retribución".
- e) Confianza: El fiduciante al depositar una total confianza en el fiduciario hace que la confianza sea un aspecto fundamental en este contrato.
- f) Es formal: El contrato deberá cumplir con ciertas exigencias establecidas en la Ley No 24.441 y debe celebrarse por escrito. (Art. 1184 Código Civil).

En opinión de Lorenzetti¹¹⁰, el contrato de fideicomiso posee una serie de elementos típicos a saber:

- Identificación de todas las partes: fiduciante, fiduciario, beneficiarios y fideicomisarios.
- La obligación de otorgar al fiduciario el dominio de los bienes sujeto a condición o plazo.

¹⁰⁷ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 26.

¹⁰⁸ Porto, José Manuel. Ob. Cit.

¹⁰⁹ Alchouro, n Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 7.; Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 16.; Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. Ob. Cit. Pág 127 a 135.

¹¹⁰ Lorenzetti, R. "Contratos. Parte Especial", 1° Edición, Tomo II, Ed. Rubinzal-Culzoni, 2003. Pág. 290.

- Los bienes, individualizados a la fecha de celebración, sobre los que se celebra el fideicomiso.
- La obligación a cargo del fiduciario de transmitir el dominio del bien luego del cumplimiento del plazo o una condición.
- Un plazo máximo de duración del contrato de treinta (30) años desde su constitución, salvo excepciones (Ej.: que el beneficiario fuera un incapaz).

Para Cosentino Adrian¹¹¹, “La ley 24.441 no establece una forma determinada para toda contratación de Fideicomiso, salvo el art. 12 que dispone que el carácter Fiduciario del dominio tendrá efectos frente a terceros desde el momento en que se cumplan las formalidades exigibles, conforme la naturaleza de los bienes respectivos; y el artículo 13 que prevé que cuando se trate de bienes registrables, los registros correspondientes deberán tomar razón de la transferencia Fiduciaria de la propiedad a nombre del Fiduciario. En relación a los bienes no registrables, la Ley omite disponer forma alguna...”

Faure Darío destaca que¹¹², “Una característica singular del fideicomiso es que no posee personalidad jurídica, sino que se trata de un contrato que sirve como medio para cumplir con determinadas finalidades. En cambio, sí posee personalidad fiscal, según lo estipulado por la normativa legal vigente”.

Según Porto José¹¹³, “Atento a la multiplicidad de aplicaciones de este instrumento, en cada caso se deberá evaluar, cuáles serán cláusulas imprescindibles a incluir en el contrato, para el desarrollo adecuado del negocio de que se trate”.

6.8.7. Dominio fiduciario.

Existe una amplia bibliografía referida al tema, debido a que es muy importante.

Comenzando por el Código Civil, en el título referido al Dominio Imperfecto, en su artículo 2.662 establece que:

“Artículo 2.662— El dominio fiduciario es el que se adquiere con razón de un fideicomiso constituido por contrato o por testamento, y está sometido a durar solamente hasta la extinción del fideicomiso, para el efecto de entregar la cosa a quien corresponda según el contrato, el testamento o la ley.”

Según Faure Darío¹¹⁴, “El dominio que posee el fiduciario sobre los bienes no es pleno o perfecto, sino que se trata de un dominio imperfecto, no perpetuo. Se trata de una propiedad cuya duración en el tiempo está sujeta a una condición o plazo resolutorio. La propiedad está sujeta al cumplimiento del encargo recibido por el fiduciante, el cual está especificado en el contrato. Según lo que establece la Ley No 24.441, el fideicomiso nunca podrá durar más de treinta años”.

Por su parte, Alchouron Juan Martin¹¹⁵, hace mención a lo escrito por los autores Kiper–Lisoprawsky, y establece que las características del dominio fiduciario son:

- a) Es absoluto, pues otorga a su titular la mayor cantidad de facultades posibles sobre una cosa.

¹¹¹ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 26.

¹¹² Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 15.

¹¹³ Porto, José Manuel. Ob. Cit.

¹¹⁴ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 18.

¹¹⁵ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 18.

- b) Es exclusivo, pues no pueden dos o más personas tener cada una en el todo el dominio de una cosa (art. 2508 Código Civil).
- c) Es temporario: finaliza al advenimiento de una determinada condición o luego de cierto tiempo.

Consideramos importante también destacar la diferencia entre propiedad fiduciaria y dominio fiduciario ya que en la LFVC, se mencionan reiteradamente los dos términos, pero no significan lo mismo. En tal sentido, Faure Darío¹¹⁶ afirma que, "El concepto de propiedad es más amplio que el de dominio, ya que mientras éste último se refiere solamente a cosas, el primero también hace referencia a otros tipos de bienes como créditos, objetos incorpóreos, etcétera".

Retomando el art. 1 de la ley 24.441 y en términos de Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis¹¹⁷, podemos afirmar que hay una persona que es dueña y tiene el poder de disposición sobre un activo; que cede ese activo a otra persona a la cual le dice qué puede y no puede hacer con ese activo. Es por ello que en un fideicomiso, el fiduciante es dueño del activo y tiene todas las posibilidades de disponer de ese bien sin otras limitaciones que las que dicta la ley. En tal sentido, el fiduciario sólo podrá disponer de ese activo solamente en las condiciones que le haya determinado el fiduciante. Es decir que, el fiduciario no es dueño del activo. Finalmente, cuando se cumplen las condiciones de la transferencia, el activo puede tener sólo las siguientes finalidades:

- a- Es entregado a los beneficiarios;
- b- Es devuelto al fiduciante;
- c- Es entregado a un fideicomisario.

Por su parte, Cosentino Adrian¹¹⁸, hace un aporte valiosísimo afirmando que de esta forma "el contrato de Fideicomiso permite el aporte de recursos genuinos y frescos a proyectos sin historia, entendido esto como la independencia del pasado de sus operadores, sin que ellos se vean absorbidos por la insolvencia que pudiese afectar a quienes los gerencien o administren".

Dicho autor sustenta tal afirmación en la Ley 24.441 diciendo que ha traído una innovación destacable que constituye la característica más atractiva del fideicomiso, por estar íntimamente vinculada al riesgo económico que afecta la propiedad como prenda común de los acreedores, de acuerdo al aforismo romano determinado por el art. 505 de nuestro Código Civil. A su vez, el art. 14 de la LFVC menciona también el principio: los Bienes Fideicomitados constituyen un patrimonio separado del patrimonio del Fiduciario y del Fiduciante. Es decir que, los Bienes Fideicomitados permanecerán exentos de la acción de los acreedores del Fiduciario (art. 15). Inversamente, los propios acreedores del Fiduciante, y del Beneficiario, tampoco podrán agredir los Bienes Fideicomitados. Observemos aquí que a causa del Fideicomiso, los bienes ya no pertenecen al Fiduciante, y que sujetos a plazo o condición, todavía no han ingresado en el patrimonio del Beneficiario. Para reafirmar esta idea, el art. 16 de la LFVC establece el principio opuesto, ya que se refiere a que los bienes del Fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del Fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes Fideicomitados.

¹¹⁶ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 19.

¹¹⁷ Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. Ob. Cit. Pág. 1 y 2.

¹¹⁸ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 23.



6.8.8. El fideicomiso ante la Insuficiencia patrimonial.

La Ley Nº 24.441 trata el caso de insuficiencia patrimonial diferenciando el accionar para el caso de fideicomisos financieros o de fideicomisos ordinarios. Independientemente de ello, se parte de la base de la imposibilidad de quiebra para los fideicomisos.

Comenzando por la alternativa de los fideicomisos ordinarios, la LFVC en su art. 16 dispone que “la insuficiencia de los bienes fideicomitados para atender a estas obligaciones, no dará lugar a la declaración de su quiebra. En tal supuesto y a falta de otros recursos provistos por el fiduciante o el beneficiario según visiones contractuales, procederá a su liquidación, la que estará a cargo del fiduciario, quien deberá enajenar los bienes que lo integren y entregará el producido a los acreedores conforme al orden de privilegios previstos para la quiebra”.

A pesar de que se puede lograr una liquidación del patrimonio con mayor velocidad, la ley no determina la forma de liquidar el fideicomiso mediante un proceso formal. Al respecto, Juan Martín Alchouron¹¹⁹ dice que “cuando no existe un procedimiento formal previsto para este proceso liquidatorio, el esquema formal deberá en cierta forma parecerse al procedimiento concursal en la medida que esta situación supone que el pasivo superará al activo, y que por lo tanto, tomando en consideración los sistemas de privilegios legales y convencionales que nuestra legislación prevé, demandará la presentación de un balance de distribución con fundamentos, y una intimación a los acreedores del fideicomiso a su percepción bajo apercibimiento de consignación. Asimismo, el fiduciario deberá publicar la decisión de liquidar el fideicomiso y fijar un plazo para que se presenten reclamos contra el patrimonio en el caso de que alguien alegase un reclamo por responsabilidad extracontractual”.

Por otra parte, tampoco se menciona explícitamente el momento en que se deba declarar la insuficiencia patrimonial y la persona que lo determina. Al respecto, Faure Darío¹²⁰ sostiene que “...quien deberá determinar si el fideicomiso se encuentra en una situación de insuficiencia patrimonial es el fiduciario, quien es el administrador del fondo y la persona que más conocimientos posee sobre la situación económica – financiera del fideicomiso... Ahora bien, en relación al momento en que se produce la insuficiencia, considero que la misma sucede cuando el fiduciario no tenga los fondos suficientes para hacer frente a las obligaciones y, asimismo, no posea las facultades para hacerse de los medios necesarios para cubrir las deudas del patrimonio”.

En cuanto a la segunda alternativa de los fideicomisos financieros, la LFVC en su art. 23 determina que “en caso de insuficiencia del patrimonio fideicomitado, si no hubiere previsión contractual, el fiduciario citará a asamblea de tenedores de títulos de deuda, lo que se notificará mediante la publicación de avisos en el Boletín Oficial y un diario de gran circulación del domicilio del fiduciario, la que se celebrará dentro del plazo de sesenta (60) días contados a partir de la última publicación, a fin de que la asamblea resuelva sobre las normas de administración y liquidación del patrimonio”.

Según Faure Darío, “Este artículo en primer lugar establece la posibilidad de que el contrato haya previsto el procedimiento de liquidación, en cuyo caso se registrá

¹¹⁹ Alchouron, Juan Martín y otros. Ob. Cit. Pág. 38.

¹²⁰ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 20.



por lo establecido en el mismo. Caso contrario, el fiduciario deberá citar a una asamblea de tenedores de títulos de deuda”.

Finalmente, el art. 24 de la LFVC establece el quórum necesario de la asamblea.

6.8.9. Extinción del fideicomiso.

El artículo 25 de la ley 24.441 establece que el fideicomiso se extingue por:

- a- El cumplimiento del plazo o la condición a la que se hubiese sometido o al vencimiento del plazo legal (30 años).
- b- Por la revocación de este por el fiduciante (si tuviera esa facultad y en cuyo caso no podrá tener efecto retroactivo).
- c- Cualquier otra causal que se prevea en el contrato.

Asimismo el art. 26 establece que “producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitidos al fideicomisario o a sus sucesores”.

6.8.10. Distintas clases de fideicomiso.

Considerando que esta modalidad de contratos se caracteriza por ser versátil y flexible, se distinguen varias formas de fideicomisos aplicables a diversas situaciones. Seguidamente, expondremos las clases más usuales de fideicomisos en relación a las PyMEs.

6.8.10.1. Fideicomisos de garantía.

Según Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis¹²¹, “Estos fideicomisos respaldan una operación financiera o comercial. La transferencia fiduciaria del activo correspondiente no es plena sino que está sujeta a que se cumplan ciertas condiciones establecidas en el contrato”.

En términos de Faure Darío¹²², “El fideicomiso de garantía tiene como función servir de garantía de una determinada deuda”. Dicho autor nos da un ejemplo basado en la entrega un inmueble por el deudor al fiduciario con el fin de garantizar una deuda. Si el fiduciante (deudor) cancela la deuda, el bien se reincorpora a su patrimonio, pero en caso contrario el fiduciario podrá liquidarlo a fin de saldar primeramente la deuda.

Según Alchouron Juan Martin¹²³, el fideicomiso de garantía posee ventajas sobre otras figuras a saber:

- Autoliquidabilidad: generalmente la modalidad mas utilizada consiste en la cesión de flujos de fondos para garantizar el pago de obligaciones contraídas.
- Agilidad en el pago: ya que no se tendrá que recurrir a la vía judicial para la venta de los bienes dados en garantía en caso de que el fiduciante no cumpla las obligaciones asumidas.
- Abaratamiento del crédito: se acceden a tasas de interés mas bajas en el mercado a partir de constituir garantías solidas y perfectamente identificadas.

¹²¹ Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. Ob. Cit. Pág. 14.

¹²² Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 33.

¹²³ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 43 a 45.

- Optimización patrimonial: debido a que el fideicomiso posibilita ceder en garantía flujos de fondos futuros.
- Disminución del riesgo de crédito: ya que los bienes dados en garantía permanecen al margen de los problemas económicos del fiduciario y el fiduciante.

El cuadro N°2 de la sección “partes del fideicomiso” grafica el modelo típico de un fideicomiso de garantía.

6.8.10.2. Fideicomisos de administración.

Según Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis¹²⁴, “En estos fideicomisos el activo fiduciario se transfiere al fideicomiso para que éste disponga del mismo a favor de los beneficiarios”.

Para Faure Darío¹²⁵, “En el fideicomiso de administración el fiduciante le entrega una cantidad determinada de bienes al fiduciario para que los administre y le entregue los frutos obtenidos al beneficiario. Un ejemplo típico es el de una persona que le entrega bienes inmuebles a una persona idónea en la materia para que los alquile y le entregue el producido del alquiler al beneficiario”.

6.8.10.3. Fideicomisos financieros.

En términos de las normas de la Comisión Nacional de Valores “habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirla al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato”.

Según Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis¹²⁶, los fideicomisos financieros “Son aquellos que emiten valores (títulos o certificados) contra el activo fiduciario y a favor de los beneficiarios. Sólo puede ser fiduciario de este tipo de fideicomisos una entidad financiera o una empresa autorizada por la Comisión Nacional de Valores. Estos fideicomisos pueden ser:

* *Privados*, Los beneficiarios (que en este caso son inversores) suelen ser algunas de las partes involucradas o grupos formados previamente. La colocación de estas operaciones no se hace, ni puede hacerse, por intermedio de los mercados de capitales institucionalizados.

* *Públicos*, Los valores emitidos cumplen con las condiciones establecidas por la Comisión Nacional de Valores y los mercados de capitales institucionalizados y, por consiguiente, han sido autorizados a ser negociados en ellos”.

Por su parte, el art. 19 de la LFVC establece que el fideicomiso financiero es “aquel contrato de fideicomiso..., en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos

¹²⁴ Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. Ob. Cit. Pág. 14.

¹²⁵ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 33.

¹²⁶ Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. Ob. Cit. Pág. 14.

de deuda garantizados con los bienes así transmitidos”.

Sin dudas, este tipo de fideicomiso es de vital importancia ya que la LFVC dedica seis artículos, del 19 al 24, a hablar específicamente del mismo.

En opinión de Alchouron Juan Martin¹²⁷, “Nace con el objeto de crear un instrumento del mercado de capitales funcional a la generación de crédito a largo plazo compatible con las necesidades de financiación de proyectos constructivos, que fueron los que inspiraron la LFVC; pero con la virtud de poder servir de medio para la financiación de proyectos de la mas variada gama a través de las distintas especies y figuras resultantes de la reglamentación de esta figura contractual”.

Según Faure Darío¹²⁸, “A través de los fideicomisos financieros, se intenta convertir activos ilíquidos en líquidos, con el objetivo de obtener fondos para financiar diversas clases de proyectos”. Dicho autor establece que tiene características diferenciales al resto de los fideicomisos, a saber:

- Los fiduciarios deben ser entidades financieras y la sociedad debe ser autorizada por la Comisión Nacional de Valores.
- Se emiten títulos valores, en forma de certificados de participación o títulos de deuda. El art. 21 de la LFVC determina que los primeros los emite el fiduciario y los segundos los emite el fiduciario o terceros. Para Juan Carlos Serra¹²⁹, los certificados de participación “instrumentan un derecho de participación en el patrimonio del fideicomiso; tienen derecho al capital invertido y a las utilidades de acuerdo a lo establecido en el contrato”, mientras que los títulos de deudas “dan derecho a la devolución del capital y al pago de intereses que representa la retribución del capital invertido, la que no tiene que guardar relación con la utilidad del fideicomiso”.
- Tienen la posibilidad de hacer oferta pública.
- Herramienta especial para la obtención de fondos.
- Tiene ventajas impositivas, respecto de los demás tipos de fideicomisos.

6.8.10.4. Otros tipos de Fideicomisos.

Dada la diversidad de usos que se le puede dar a esta figura legal, no es posible realizar una clasificación taxativa de las especies de fideicomiso, por lo que completamos este punto con el enunciado de otras modalidades en las que es utilizado:

- **Fideicomisos testamentarios**

Este tipo de fideicomiso se encuentra mencionado específicamente en el art. 3 de la LFVC. También podemos ver el art. 2662 del CC.

De acuerdo con Alchouron Juan Martin¹³⁰, “El testamento es una disposición de última voluntad por medio de la cual una persona dispone el destino de sus bienes para después de operada su muerte”.

¹²⁷ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 70.

¹²⁸ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 30 y 31.

¹²⁹ Serra, J. C. “Fideicomiso”, 1° Edición, Ed. Osmar D. Buyatti, 2008. Pág. 193.

¹³⁰ Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 51.

- **Fideicomisos de Construcción/Inmobiliarios**

En los últimos años, este tipo de fideicomisos fueron uno de los más difundidos y utilizados.

Según Faure Darío¹³¹, “Consiste en utilizar a la figura del fideicomiso para la construcción de un determinado emprendimiento inmobiliario, donde los fiduciantes aportan bienes (ya sea terreno, materiales, dinero, etcétera) con el fin de que el fiduciario (administrador) lleve a cabo el emprendimiento, entregándole los frutos del mismo a los beneficiarios una vez culminado el plazo y/o condición. El beneficio puede ser diferente de acuerdo al tipo de emprendimiento que se desee desarrollar. Por ejemplo, en un fideicomiso al costo, el beneficio será la unidad funcional obtenida de acuerdo al aporte proporcional, mientras que en un fideicomiso inmobiliario con ánimo de obtener una renta, el beneficio será el dinero retirado como utilidad del emprendimiento”.

- **Fideicomisos públicos**

Para Alchouron Juan Martin¹³², “Denominaremos Fideicomiso Público a aquel contrato por el cual una persona de derecho público estatal se obliga a transmitir la propiedad fiduciaria de determinados bienes a favor de otra persona denominada fiduciario, para que este de a dichos bienes un destino determinado para el beneficio de la persona o grupo de personas denominadas beneficiarias, y para que al vencimiento de cierto plazo o cumplimiento de cierta condición entregue tales bienes –con sus acrecidos o mermas- al propio fiduciante, al beneficiario, a otra persona designada fideicomisario, o a quien corresponda por ley”.

El fiduciante en este tipo de fideicomisos es el Estado y el encargo fiduciario vinculado a los bienes fideicomitados tendrá siempre una connotación de interés público.

Según Herzog Mirta¹³³, “este tipo particular de fideicomiso puede ser tanto financiero como ordinario, pero la diferencia radica en que su finalidad es de interés público”.

Por su parte, Porto José agrega¹³⁴:

- Fideicomisos para desarrollos agropecuarios.
- Fideicomisos para financiar el comercio exterior.
- Fideicomisos para créditos de capital de trabajo, a agentes de venta y proveedores.
- Fideicomisos para obras sociales.
- Fideicomisos para eliminar el riesgo, sobre fondos adelantados en boletos de compraventa de inmuebles.

6.8.11. Aspectos impositivos generales del fideicomiso.

Si bien existe mucha bibliografía de fideicomiso, podemos observar que la mayor parte se refiere a cuestiones jurídicas y en menor medida a temas impositivos y

¹³¹ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 32.

¹³² Alchouron, Juan Martin y otros. Ob. Cit. Pág. 58.

¹³³ Herzog, M. “El Fideicomiso y el Agro”, 1° Edición, Ed. Osmar D. Buyatti, Pág. 38.

¹³⁴ Porto, José Manuel. Ob. Cit.

contables. De hecho, los mismos organismos competentes (la AFIP principalmente) disponen de pocos antecedentes respecto a este tema y no están totalmente desarrollados en los aspectos contables e impositivos del fideicomiso. En tal sentido, hay ciertos temas donde solamente disponemos de la opinión de diferentes autores que en algunas ocasiones se contraponen.

Calcagno Gabriel¹³⁵, es uno de los autores que considera que es escasa la legislación impositiva existente sobre fideicomisos y sostiene que “no obstante el crecimiento del negocio fiduciario, nuestra legislación no cuenta con regulaciones particulares para los fideicomisos vinculados a la actividad inmobiliaria, como sí ocurre en otros países, circunstancia que ha atentado contra la canalización de proyectos de gran envergadura a través de vehículos fiduciarios”.

Los aspectos impositivos de los fideicomisos tienen normas específicas en todos los impuestos pero especialmente en lo referente al impuesto a las ganancias que varía de acuerdo al tipo de fideicomiso adquirido y la estructura utilizada. En función de ello, la carga tributaria será diferente según el caso.

Sobre el tema, Varela Marcelo y Guglielmetti Luis¹³⁶ nos presentan un excelente cuadro resumen a saber:

Cuadro 2. Aspectos impositivos generales del fideicomiso.

Impuesto	Tipo de fideicomiso				
	De Garantía	De Administración	Financiero Privado	Financiero con Oferta Pública	
				Operaciones en General	Operaciones con tratamiento fiscal diferencial
Impuestos Federales					
Tipo de Clave	C.U.I.T.	C.U.I.T.	C.U.I.T.	C.U.I.T.	C.U.I.T.
A las ganancias	Gravado	Gravado	Gravado	Gravado	Gravado
a las ganancias Mínimas Presuntas	Gravado	Gravado	Gravado	Exento	Exento
Sobre los débitos y créditos en cuentas bancarias	Ver Nota 1	Gravado	Gravado	Gravado	Exento
Al valor agregado Tratamiento de los intereses pasivos	Gravado	Ver Nota 2	Ver Nota 2	Ver Nota 2	Exento
Retenciones sobre intereses pasivos	Aplicable	Aplicable	Aplicable	Aplicable	Aplicable
Impuestos Provinciales					
De sellos	Contrato gravado según la jurisdicción en que tenga efecto				
Sobre los ingresos brutos	No responsable	Gravado según la actividad y la jurisdicción			

Nota 1: Si el fideicomiso es de garantía y el fiduciario es una entidad financiera, las cuentas fiduciarias estarán gravadas por el impuesto a los débitos y créditos en cuentas bancarias a una alícuota menor del 0,75%. En los demás casos se aplicará la alícuota general del 6%.

¹³⁵ Calcagno, Gabriel. “Fideicomisos Vinculados con Negocios Inmobiliarios. Algunas Consideraciones Fiscales”, Revista Errepar Consultor Tributario N°5, Errepar, 2007. Pág. 34.

¹³⁶ Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis. Ob. Cit. Pág. 60 y 61.

Nota 2: El impuesto al valor agregado (21%), grava los intereses que el fideicomiso pague sobre sus financiaciones mediante la emisión de títulos de deuda (fideicomisos financieros) o la firma de mutuos de préstamo (fideicomisos de administración).

6.8.12. Aspectos contables generales del fideicomiso.

En opinión de Faure Darío¹³⁷, “La Ley N° 24.441 no establece la obligatoriedad de que el fideicomiso lleve una contabilidad por separado ni que presente balance comercial. Tampoco lo exige la Administración Federal de Ingresos Públicos (A.F.I.P.), ni la Inspección General de Justicia (en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires) o la Dirección Provincial de Personas Jurídicas (en el caso de la Provincia de Buenos Aires)”.

Parecería ser que el tema de la registración contable del fideicomiso no ha tenido la atención suficiente por parte de las leyes y normas profesionales.

En la Ley N° 24.441, art. 7° encontramos que “el contrato no podrá dispensar al fiduciario de la obligación de rendir cuentas...En todos los casos los fiduciarios deberán rendir cuentas a los beneficiarios con una periodicidad no mayor a un año” Es decir que establece la obligatoriedad de rendir cuentas al menos una vez al año pero no determina la obligatoriedad de llevar balances.

A pesar de ello, el autor Faure Darío considera que es conveniente la realización de balances por Contador Público.

En el art. 1° del Dto. N° 780/95¹³⁸ se determina: “En todas las anotaciones registrales o balances relativos o bienes fideicomitados, deberá constar la condición de propiedad fiduciaria con la indicación en fideicomiso”. Considerando que se trata de patrimonios separados e independientes, el fideicomiso deberá tener la contabilidad personal separada de las correspondientes a cada uno de los fideicomisos administrados.

Asimismo, el Informe N° 28 de agosto de 1997 de la Comisión de estudios sobre contabilidad del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires determina que “se considera necesario que, cuando la trascendencia económica y jurídica del patrimonio del fideicomiso, así como la gestión o administración involucrada en el contrato de creación (la cual puede presentar un grado de complejidad asimilable a la de una entidad comercial o industrial), lo justifiquen, el fideicomiso presente información periódica en forma de estados contables”.

Según Faure Darío¹³⁹, “Dicho Informe no es una norma obligatoria, sino más bien una guía respecto a las pautas a utilizar a los efectos de realizar las registraciones contables correspondientes. En caso de que se decida la realización del balance, el mismo deberá seguir los lineamientos establecidos en las normas contables profesionales”.

Además, Faure Darío y basado en el informe mencionado, destaca que en caso de que se deba contar con estados contables, los más indispensables serían:

- Estado de Situación Patrimonial Fiduciario.

¹³⁷ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 123.

¹³⁸ Decreto Nacional 780/95, Decreto reglamentario de la Ley de regulación de contratos de fideicomiso, leasing y letras hipotecarias. Bs. As., 20 de Noviembre de 1995.

¹³⁹ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 124.

- Estado de Resultados Fiduciarios.
- Estado de Evolución del Patrimonio Neto Fiduciario.
- Estado de Flujo de Efectivo Fiduciario.

6.9. La globalización y la problemática de la financiación.

De acuerdo con Gibson, Ivancevich y Donnelly¹⁴⁰, la globalización “parte de la idea de un mundo sin naciones ni fronteras. Los productos, el capital y las personas deben circular libremente. La globalización es una tendencia surgida de las actuales necesidades mundiales”. En otro orden, dichos autores definen a la globalización como “Interdependencia de las redes de transporte, distribución, comunicaciones y de las redes económicas internacionales”¹⁴¹.

Stern Jorge¹⁴², afirma que “La globalización es un proceso de integración mundial que abarca aspectos culturales, legales, geopolíticos, económicos, financieros, tecnológicos, sociológicos y de negocios”.

En cuanto al área de las Finanzas, hay una gran integración a nivel mundial. Los capitales van de país en país permanentemente con la finalidad de especulaciones o inversiones. Es así como suceden las fugas de capitales, de la misma forma que también se atraen capitales, ya sea en inversiones reales o transitorias. También deben considerarse las alianzas estratégicas, adquisiciones, fusiones, y ventas de empresas de diversos países.

En términos de Porter Michael¹⁴³, la estrategia debe ser global, es decir, lanzada desde un lugar de base hacia el mercado o los mercados geográficos objetivos. El concepto importante a tener en cuenta es que debe existir una visión estratégica global, o sea, tener una estrategia única para todos los mercados geográficos, lanzada desde el mejor punto estratégico y competitivo, este concepto es llamado por Porter M. como “home base”.

Según los autores Hermida, Serra y Kastika¹⁴⁴, “Los mitos del pasado, ante esta realidad de un mundo diferente, debieran dar paso a un conjunto de metas estratégicas que les permita a las empresas insertarse en los mercados regionales e internacionales. La pregunta obvia es cómo y con qué recursos, dado que las carencias de inversión y de tecnología son evidentes y constituyen las más importantes de las restricciones”.

En otro orden, Hermida, Serra y Kastika¹⁴⁵ dicen que “No obstante, las empresas que antes logren realizar esta transformación tendrán nuevas opciones para avanzar hacia la tecnología o la inversión, porque serán viables y competitivas y podrán obtener capital de riesgo, capital asociado o tecnologías asociadas”.

Según José Antonio Trujillo del Valle¹⁴⁶, la problemática de la financiación y el desarrollo de las empresas son comunes a todas las economías. Sin embargo, la intensidad con la que inciden determinados riesgos sobre inversores y

¹⁴⁰ Gibson, James; Ivancevich, John y Donnelly, James. “Las Organizaciones”, Editorial Mc Graw Hill/ Irwin, octava Edición, Colombia, 1997, Pág. 4.

¹⁴¹ Gibson, James; Ivancevich, John y Donnelly, James. Ob. Cit. Pág. 60.

¹⁴² Stern, Jorge; “Globalización y Negocios”, Ficha de estudio MBA (UBA), 2007.

¹⁴³ Porter, Michael. “La Ventaja Competitiva de las Naciones”, Editorial Plaza & Janes, 1991,

¹⁴⁴ Hermida, Jorge; Serra, Roberto y Kastika, Eduardo. “Administración & Estrategia”, Editorial Macchi, 4ta. Edición, Bs. As., 2002. Pág. 531.

¹⁴⁵ Hermida, Jorge; Serra Roberto y Kastika Eduardo; Ob. Cit. Pág. 538.

¹⁴⁶ Trujillo del Valle, José Antonio. “Financiación de infraestructuras, los riesgos y su mitigación”, Publicaciones IFM, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C., Año 2004, Pág. 1

financiadores en las economías emergentes y en transición supone una diferencia cualitativa muy importante que, en general, requiere propuestas diferentes. Pretender trasladar los mismos modelos de unas economías a otras no sería recomendable; Debemos considerar que determinados riesgos no son iguales entre economías que disponen de mercados e instituciones estables y economías que carecen de mercados y de la necesaria estabilidad. Estas diferencias podrían llegar a determinar el desarrollo de los proyectos y su propia viabilidad.

Trujillo del Valle¹⁴⁷ sostiene que el desarrollo de las empresas y su financiamiento, da lugar a diferentes alternativas. En las economías en las que ha sido posible implantar con generalidad soluciones financieras estructuradas, en alguna de sus alternativas de reparto de riesgos y responsabilidades, prevalecen los aspectos positivos sobre los negativos. Sin embargo, este cuadro no puede extenderse con generalidad a los países emergentes y en transición, especialmente en un momento como el actual en el que las fórmulas que se han venido aplicando no parecen suficientemente atractivas para la iniciativa privada como consecuencia del impacto de determinados factores de riesgo.

6.10. Competitividad empresarial.

El enfoque de la estrategia global como pauta y orientación para la acción, se convierte en una estrategia competitiva cuando el propósito es lograr una posición en el mercado y sostenerla.

Según Stern Jorge¹⁴⁸, una actividad exitosa consiste en el "... mayor valor que una empresa puede ofrecer a sus clientes en relación con su competencia, directa e indirecta. Este valor surge de la eficiencia, de la eficacia y de la competitividad".

Kotler Philip afirma que¹⁴⁹, "Hoy día la competencia no es solo intensa, sino que lo es mas cada año que pasa". "Dado que los mercados se han vuelto tan competitivos, ya no basta con entender a los clientes. Las empresas tienen que comenzar a estudiar con detenimiento a sus competidores. Las empresas de éxito diseñan y operan sistemas para obtener inteligencia continua acerca de sus competidores".

Para Porter Michael¹⁵⁰, estrategias competitivas son "las acciones ofensivas o defensivas de una empresa para crear una posición defendible dentro de una industria". Dicho autor menciona tres estrategias competitivas genéricas para las empresas: 1- liderazgo general en costos, basado en obtener el liderazgo en costos en un sector industrial por medio de la aplicación de un grupo de medidas orientadas a ese objetivo. 2- la diferenciación, que consiste en crear algo que pueda ser percibido en el mercado como único. 3- el enfoque, consiste en concentrarse en un grupo de compradores, un segmento de la línea de productos o un mercado geográfico.

Porter Michael¹⁵¹ continúa diciendo que las estrategias competitivas precedentes son la respuesta a las cinco fuerzas competitivas que afectan el rendimiento

¹⁴⁷ Trujillo del Valle, José Antonio. Ob. Cit.

¹⁴⁸ Stern, Jorge. "Competitividad y Marketing", Ficha de estudio MBA (UBA), 2007.

¹⁴⁹ Kotler, Philip. "Dirección de Marketing", Editorial Pearson Prentice Hall, México, 2001. Pág. 219.

¹⁵⁰ Porter, Michael. "Estrategia competitiva", Cia Editorial Continental, México.

¹⁵¹ Porter, Michael. Ob. Cit.



sobre la inversión. Las cinco fuerzas son: 1- los nuevos competidores, 2- los competidores actuales, 3- el poder de negociación de los proveedores, 4- el poder de negociación de los compradores, 5- los productos sustitutos.

Según Etkin Jorge¹⁵², “La idea básica de la estrategia para crecer en los mercados es desarrollar ventajas competitivas que permitan diferenciar la empresa y desplazar a los competidores de los segmentos preferidos”.

“La estrategia competitiva se refiere a la lucha por ocupar un espacio (virtual o real) en el que se realizan las transacciones que son la fuente de ingresos para la empresa. En el espacio y en los segmentos elegidos esta el poder de compra del mercado, y es allí también donde la empresa concentra sus esfuerzos. El posicionamiento se expresa por la aceptación de los productos y el reconocimiento de la empresa”¹⁵³.

“La competitividad, como capacidad empresarial, se refiere a la calidad de los procesos y la actitud de mejora continua. La estrategia competitiva es un concepto constructivo y no compatible con los intentos de dominación hacia el mercado o de poner a los clientes en cautiverio (por su ignorancia o estado de necesidad extrema). La decisión de aplicar recursos financieros para someter o llevar a la quiebra a los rivales no es una actitud competitiva, sino una maniobra de fuerza o de poder ilegítimo. El concepto de fuerzas competitivas se refiere a intereses y demandas legítimas, no al poder coercitivo”¹⁵⁴.

A su vez Etkin Jorge¹⁵⁵ sostiene que la aplicación de recursos financieros en el sentido planteado precedentemente, podría convertir la competencia en una simple relación de fuerzas, desplazando las relaciones en el mercado hacia una situación de competencia imperfecta. Para evitar aquello, deberían operar los controles o el arbitraje externo al sistema.

¹⁵² Etkin, Jorge. “Gestión de la complejidad en las organizaciones”, Editorial Granica, Bs. As., 2005. Pág. 232.

¹⁵³ Etkin, Jorge. Ob. Cit. Pág. 233.

¹⁵⁴ Etkin, Jorge. Ob. Cit. Pág. 255.

¹⁵⁵ Etkin, Jorge. Ob. Cit. Pág. 255.

7. ANÁLISIS DE SITUACIÓN

7.1. Importancia de las PyMEs.

En Argentina existen aproximadamente 800.000 PyMEs, según datos de la SePyME a diciembre de 2009.

De acuerdo con el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS)¹⁵⁶, la dinámica del empleo por tamaño de empresa, la podemos expresar de la siguiente forma:

Cuadro 3 Tasas¹⁵⁷ interanuales¹⁵⁸ de creación bruta de empleo por tamaño de empresa.

Empresas/Trimestre	4° Trim 08/07	4° Trim 09/08
Grandes	8,4	6,0
Medianas	11,1	8,6
Pequeñas	16,6	13,3
Microempresas	29,6	24,0

Fuente: MTEySS

Del cuadro expuesto, podemos observar que las MiPyMEs concentran en todos los casos la mayor tasa interanual de creación bruta de empleo en comparación con las grandes empresas.

Según Giorgi Debora¹⁵⁹, “El 99,6% de las empresas argentinas son PyMEs que emplean al 70% de la mano de obra en la Argentina y aportan el 40% del valor agregado de la producción”.

Giorgi Debora continúa diciendo que debemos avanzar en la dirección de la inversión, dispuesta a aprovechar los desafíos que tenemos por delante. “Solo con mas inversión podremos cerrar el círculo virtuoso para lograr mayor producción, con más empleos y productos mejor calificados, a fin de poder aprovechar las oportunidades que nos brinda la demanda fortalecida del mercado interno, las ventajas de pertenecer a un mercado ampliado como el Mercosur y la posibilidad de ofrecer nuestros productos en los mercados del mundo”.

De acuerdo con Mauro González¹⁶⁰, “la falta de financiamiento, que no solo ocurre en la primer etapa, sino también en las siguientes, provoca que el 70% de los emprendimientos no alcance los dos años de vida. Asimismo, al 30% que logra superar los 24 meses se lo considera consolidado sólo cuando alcanza a los cinco años de vida porque es en esa etapa cuando logran auto sustentarse”.

¹⁵⁶ MTEySS - Subsecretaría de Programación Técnica y Estudios Laborales - Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial, en base a SIJP.

¹⁵⁷ La tasa se calcula a partir del cociente entre los flujos de creación de empleo y la dotación total del empleo promedio entre el trimestre y el trimestre del año anterior.

¹⁵⁸ El cambio anual del empleo se mide a partir de la diferencia en el empleo, a nivel de cada firma, entre el trimestre e igual trimestre del año anterior.

¹⁵⁹ Giorgi, Debora. Ministra de Industria y Turismo de la Nación, “El esfuerzo de crecer”, Revista “Garantizar Noticias”, Edición N°45, Bs. As., Mayo 2010.

¹⁶⁰ González, Mauro. Presidente de la Federación Argentina de Jóvenes Empresarios. “Falta de financiamiento, un gran escollo para los emprendedores”, diario La Nación, suplemento economía & negocios. 02/10/2010.



Por su parte, todos los entrevistados personalmente¹⁶¹, también coincidieron en decir que las PyMEs en todas las economías y principalmente en nuestro país que es un mercado emergente, son un motor importante del crecimiento económico, especialmente por los puestos de trabajo que generan y por su participación conjunta en el PBI.

En términos de Cassagne Ramón¹⁶², “Uno de los problemas que encontramos para el crecimiento de las PyMEs son los topes máximos que establece la secretaria de la pequeña y mediana empresa para ser calificado como empresa PyME. Aunque hubo un ajuste recientemente, estos montos podrían ser mayores y generar la posibilidad de que accedan mayor cantidad de PyMEs a los beneficios que proporciona el mercado de capitales al sector”.

Consideramos, coincidimos con la idea de que sería necesario que la SePyME amplie los montos establecidos para que una empresa sea considerada PyME¹⁶³. Esto se debe a que en muchos casos, como veremos mas adelante al estudiar el mercado de capitales, para que se justifiquen económicamente y en términos de costos el estructuramiento de un fideicomiso, se necesitaria conformar un volumen de operaciones relevante ya que si los montos son bajos, la operación se tornaría antieconómica. De esta forma también podrían acceder mayor cantidad de empresas a los beneficios PyME que analizaremos mas adelante.

Por lo expuesto, consideramos de vital importancia el rol de las PyMEs como creadoras de riqueza y generadoras de empleo. Conscientes de las dificultades que enfrentan en un mundo globalizado que avanza hacia la concentración económica, continuaremos con el análisis de la situación actual del financiamiento a PyMEs basado en la utilización del fideicomiso.

7.2. La dimensión del problema.

En esta sección del análisis de situación, nos abocaremos a dimensionar el problema. Consideraremos también hechos y cifras reales del mercado financiero prestando especial atención al financiamiento orientado a PyMEs y el fideicomiso. Para ello, vamos a estructurar el análisis en diferentes dimensiones a saber: a- Sistema bancario; b- Mercado de capitales; c- El financiamiento privado; d- La banca informal o ilegal; e- El Estado Nacional.

A su vez, comenzaremos por analizar la situación económica de la Argentina, su relación con las PyMEs y el mercado financiero. Entre otras cosas, nos permitirá comprender mejor el contexto en el que las PyMEs Argentinas han tenido que desarrollarse y sobrevivir en los últimos años, lo que sin dudas también ha condicionado su financiamiento.

7.2.1. Política económica de Argentina y riesgo soberano.

Si bien esta tesis se centra en el financiamiento a PyMEs basado en la utilización del fideicomiso, no se puede dejar de considerar las numerosas crisis que soportó la Argentina a lo largo de su historia con la consecuente escasez del

¹⁶¹ Ver en el Capítulo de Anexos, entrevistas personales.

¹⁶² Entrevista personal a Cassagne Ramón. Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Área Comercial y Departamento PyMEs, realizada el 17/09/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.9.

¹⁶³ Ver en Marco Teórico, sección 6.1.



crédito que ello conlleva por la incertidumbre que genera y la dificultad para proyectar en el largo plazo.

El hecho de que la Argentina haya tenido que afrontar crisis periódicamente, llevo a las PyMEs a adoptar una serie de actitudes de "crisis" para poder superarlas. Esta circunstancia se manifiesta explícitamente en varias de las entrevistas personales realizadas en el transcurso de la investigación y cuyos extractos se presentan en el presente análisis de situación.

De acuerdo a información aportada por la CNV¹⁶⁴, durante los últimos años, la Argentina ha tenido inestabilidad económica y política. Ello se vio reflejado en altas tasas de inflación, fuertes devaluaciones de la moneda y la imposición de controles cambiarios.

El Gobierno Argentino sancionó la Ley Nº. 23.928 y su Decreto Regulatorio No. 529/91 (en conjunto, la "Ley de Convertibilidad") en el año 1991 conjuntamente con un programa de reformas estructurales en la economía y las finanzas de la Argentina.

En enero de 1999, la economía Argentina resultó afectada por la devaluación de la moneda de Brasil, su mayor socio comercial.

En dicho contexto hubo una profunda recesión y con tasas de desocupación altas y crecientes, durante el año 2001 comenzó un proceso de huida de capitales mientras que la caída del nivel de actividad afectaba crecientemente los ingresos fiscales. Tratando de solventar la crisis se establecieron restricciones sobre el retiro de depósitos y las transferencias de divisas al exterior. Finalmente se desató una crisis política y social que, en Diciembre de 2001, llevó a la renuncia del presidente de turno.

En este período hubo grandes alteraciones en la situación económica y financiera. En particular la declaración formal de la situación de cesación de pagos de la deuda pública y la ruptura del régimen de convertibilidad cambiaria instaurado en 1991. La convertibilidad fue reemplazada por un régimen de control de cambios formal y estricto y sistema de flotación del peso, con intervención del Banco Central de la República Argentina, en el marco de la cual una fuerte devaluación del peso tuvo lugar. De la paridad de U\$S 1 a \$ 1 vigente en diciembre de 2001, se ha llegado a la fecha a una paridad fluctuante, pero que últimamente fluctúa alrededor de los \$ 3,97 por cada dólar estadounidense. Asimismo se acentuaron las restricciones a los depósitos bancarios, reprogramándose los a largo plazo. Se incorporo un factor de ajuste tanto de las deudas (con algunas excepciones) como de los depósitos, en función del índice de precios al consumidor, (el llamado Coeficiente de Estabilización de Referencia, C.E.R.) y los depósitos en moneda estadounidense que eran una parte sustancial y mayoritaria del total, se "pesificaron" (conversión obligatoria a pesos) a razón de \$ 1,40 por cada dólar y las deudas (incluidas bancarias) también se "pesificaron" a razón de \$ 1 por cada dólar adeudado.

Se abrió entonces un interrogante sobre las perspectivas del sistema financiero y las cuentas públicas a partir de la reprogramación de los depósitos y la

¹⁶⁴ Suplemento de Prospecto; Programa Global de Emisión de Certificados de Participación y/o Títulos de Deuda "SECUVAL"; "SECUPYME XIII Fideicomiso Financiero". www.cnv.gob.ar

pesificación que dieron lugar a una gran cantidad de acciones judiciales cuestionando la constitucionalidad de esos actos.

En el presente y como regla general, no pueden girarse divisas al exterior sin la previa autorización del Banco Central de la República Argentina. Se exceptúan los ingresos por préstamos financieros posteriores al 11/02/02, los ingresos por prefinanciación y financiación de exportaciones y los pagos de importaciones. El ingreso de divisas correspondientes a las exportaciones es obligatorio como regla general, conforme un decreto de 1963, cuya vigencia se restableció. Se exceptúan también, la compra anticipada de exportaciones y el caso del repago de prefinanciamientos y financiamientos de exportaciones.

7.2.1.1. La inflación.

A continuación expondremos la evolución anualizada de la inflación de países Americanos Seleccionados:

Cuadro 4. Porcentaje de inflación anualizada de países Americanos seleccionados (%).

País / Año	USA	México	Argentina	Brasil	Chile	Venezuela	Colombia	Perú	Uruguay
2000	3.39	8.96	-0.70	6.00	4.50	13.40	9.10	3.70	5.10
2001	1.55	4.40	-1.50	7.70	2.60	12.30	7.70	-0.10	3.60
2002	2.38	5.70	41.00	12.50	2.80	31.20	7.00	1.50	25.90
2003	1.88	3.98	3.70	9.30	1.01	27.10	6.50	1.80	10.40
2004	3.26	5.19	6.10	6.57	2.43	19.18	5.50	3.48	7.59
2005	3.42	3.33	12.30	5.69	3.70	14.36	4.85	1.50	4.90
2006	2.54	4.05	9.80	3.14	2.60	17.00	4.48	1.14	6.38
2007	4.30	3.76	8.50	4.46	7.80	22.50	5.69	3.93	8.50
2008	0.09	6.53	7.20	5.90	7.80	30.90	7.67	7.32	9.19
2009	2.72	3.57	7.70	4.31	-1.40	25.10	2.00	0.25	5.90

Fuente: IPS¹⁶⁵

2007 representó un año de presiones inflacionarias. Hechos destacados a nivel mundial fueron el aumento del precio del petróleo y alimentos agrícolas. La mayoría de los países tuvieron altos incrementos de los precios. Obsérvense los datos de USA y Chile que usualmente reportan datos por debajo del 4%. México tuvo en 2007 una de las inflaciones más bajas de América Latina, incluso abajo de USA y Chile.

Para el 2008, las presiones inflacionarias fueron aún mayores en el Mundo entero, y pudo observarse la tendencia a la alza en todos los países. Un hecho destacado a nivel global fue la crisis económica sufrida por Estados Unidos, hubo decremento de los precios del petróleo en los últimos meses de 2008 y deflación. Finalmente Estados Unidos terminó el año con tasa cero de crecimiento inflacionario.

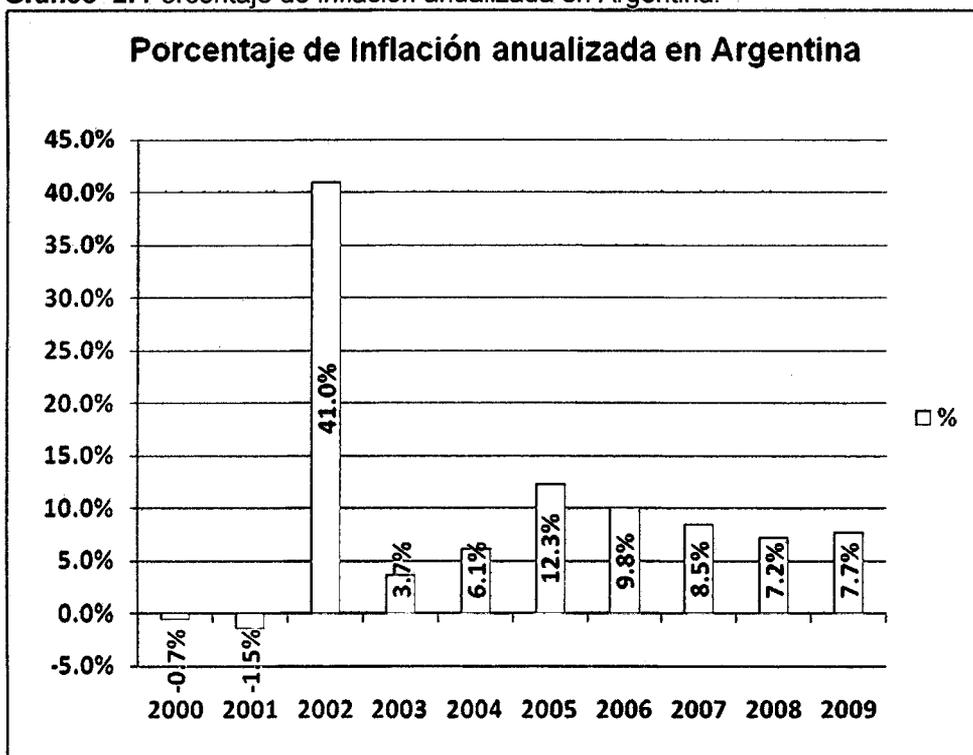
Entre los principales países de América Latina en 2008, la tasa más baja fue de El Salvador con 5.7% y la más alta Venezuela con 30,9%, mientras que durante 2009, la más baja fue Perú con 0,25% y la más alta Venezuela con 25,1%.

¹⁶⁵Inter Press Service (IPS), Agencia de Noticias; "Tasas de inflación en América Latina"; www.ipsnoticias.net; Actualización al 30 de Marzo de 2010.

Asimismo, en el año 2009, Venezuela y Argentina se cortan solos, lejos de países como Uruguay (5,9%); Brasil (4,31%), Colombia (2%); Perú (0,25%) o Chile, que sufrió una deflación del 1,4%.

A continuación expondremos un gráfico de la evolución anualizada de la inflación oficial de Argentina.

Gráfico 2. Porcentaje de inflación anualizada en Argentina.



Fuente: INDEC.¹⁶⁶

En el gráfico se observa que en los últimos diez años hubo un marcado aumento de la inflación a partir del año 2002.

Sin embargo, en los últimos años, algunas mediciones privadas sostuvieron que la Argentina registró tasas de inflación "real" que oscilaron entre el 18% y 30% aproximadamente.

Según Bazzan Gustavo¹⁶⁷, El país registró en 2009 la tercera inflación más alta en el mundo, sólo detrás de la República Democrática del Congo (ex Zaire) con 31,2% y Venezuela, con 28%) según el ranking de 186 países del FMI.

En nuestra opinión y entendiendo que la Argentina no es un país desarrollado, vamos a continuar estudiando diferentes alternativas de financiamiento para empresas y especialmente para PyMEs, a fin de examinar las vías de mitigación del riesgo local asociado, todo ello con especial referencia a la economía Argentina en la que la intensidad de algunos riesgos está actuando como factor determinante de la escasez de capital privado.

¹⁶⁶ Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

¹⁶⁷ Bazzan, Gustavo. publicación diario Clarín, <http://edant.clarin.com/diario/2010/01/03/elpais/p-02112194.htm>, 03/01/2010.

7.2.1.2. El fideicomiso en contexto.

De acuerdo con Franco Marcelo¹⁶⁸, “Después del año 2002 y como producto de la crisis económica, la mayoría de los inversores locales dejaron de invertir en plazos fijos y otros productos bancarios, y se volcaron a otro tipo de alternativas para invertir como el fideicomiso”.

En este contexto y según Porto José¹⁶⁹, El fideicomiso, en particular a partir de la crisis financiera e institucional que vivió nuestro país en diciembre de 2001, resultó una alternativa de financiación importante para PyMEs.

Observamos que las estructuras de fideicomisos, han demostrado ser resistentes a situaciones altamente conflictivas; hasta el 2002 ninguna de las titulaciones había entrado en default. A raíz de la crisis financiera de ese año, algunos fideicomisos han debido renegociar sus cláusulas originales; pero el número de casos fue sumamente reducido, en comparación con, por ejemplo, la deuda refinanciada originada en Obligaciones Negociables.

7.2.2. El sistema bancario.

7.2.2.1. Tasas de interés.

Tomando como referencia el mes de julio de 2010, la tasa de captación de fondos a nivel mayorista (BADLAR) al 23 de julio fue de 10,50%. A nivel minorista, la tasa de encuesta estuvo en el orden del 9,46%. En el mercado interbancario, la tasa de Call cerró al 23 de julio a 9,12%.

Cuadro 5. Tasas de interés activas en pesos y variación, % y pp.*

Mes/Variación en p.p.	Adelantos en Cta. Cte.	Doc. A Sola Firma (1)	Hipotecarios (2)	Prendarios (3)	Personales (4)	Tarjetas de Crédito
Junio-10 (%)	18,24	14,92	12,65	17,58	29,81	30,19
Junio-09 (%)	22,77	18,68	11,83	22,8	34,08	29,44
Junio/2010 vs Junio/2009 (p.p.)- 1 año-	-4,53	-3,76	0,82	-5,22	-4,27	0,75

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Notas: 1: 90 y más días de plazo - 2: más de 10 años - 3: más de un año - 4: más de 180 días
(*): Corresponden a tasas de cuotas puras y, por lo tanto, no incluyen gastos ni comisiones.

De acuerdo con los informes del Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFIDAR)¹⁷⁰, cuando se compara junio del 2010 contra el mismo mes del año 2009, las tasas de interés para todas las líneas presentan una variación negativa con la excepción del segmento de hipotecarios y tarjetas de crédito.

¹⁶⁸ Entrevista personal a Franco, Marcelo. Director de Fraher Group S.A., Director de Benefiducia S.A y Fiduciario del Fideicomiso en Garantía de Sion S.A., realizada el 07/05/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N° 11.1.1.

¹⁶⁹ Porto, José Manuel; Ob. Cit.

¹⁷⁰ Golonbek, Claudio; Mareso, Pablo y Zelada, María Agustina “Informe mensual de préstamos al sector privado no financiero, incluido informe sobre financiamiento PyME”; CEFIDAR, Año 7, N°75 y N°76, Julio y Agosto 2010 respectivamente.

A pesar de ello, observamos que las tasas de interés continúan siendo altas para una PyME, representando un alto costo de financiamiento que luego impactará negativamente en sus estados de resultados.

Estimamos que con la utilización del fideicomiso como herramienta de financiamiento, las PyMEs podrían acceder a tasas de interés más bajas y competitivas debido a la mejor garantía que podrían ofrecer, entre otros.

7.2.2.2. Depósitos.

Según el Banco Central de la Republica Argentina (BCRA), durante el mes de julio de 2010, el saldo mensual de los depósitos totales en pesos y dólares expresados en pesos (sector privado no financiero y sector público) promedió los \$ 319.687 millones. En relación a julio de 2009 se observó un incremento de 31,5% (\$76.554 millones).

Cuadro 6. Evolución de los depósitos del SPNF en pesos, promedio de saldos y variaciones nominales, millones de \$

	Promedio	Promedio	Variación Anual	
	Jul-10	Jul-09	Nominal	%
Cuenta Corriente	50.991	38.628	12.363	32,0%
Caja de Ahorros	45.264	36.245	9.019	24,9%
Plazo Fijo	70.985	56.630	14.355	25,3%
Otros	8.161	7.011	1.150	16,4%
Total Depósitos \$	175.401	138.515	36.887	26,6%

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Los depósitos en pesos del sistema privado no financiero (SPNF) de julio de 2010 respecto a igual mes de 2009, mostraron una variación positiva de \$36.887 millones, 26.6%.

Cuadro 7. Evolución de los depósitos del SPNF en dólares, promedio de saldos y variaciones, millones de u\$s.

	Promedio	Promedio	Variación Anual	
	Jul-10	Jul-09	Nominal	%
Cuenta Corriente	4	4	0	0,0%
Caja de Ahorros	4.469	3.596	873	24,3%
Plazo Fijo	5.826	5.470	356	6,5%
Otros	560	518	42	8,1%
Total Depósitos \$	10.859	9.588	1.271	13,3%

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Los depósitos en dólares del SPNF en julio de 2010, mostraron una variación respecto a julio del 2009 de un crecimiento del 13,3% (U\$S 1.271 millones).

Cuadro 8. Composición de los depósitos a plazo fijo del SPNF, 2008-2010, %

Tramos	Jul-10	Jul-09	Jul-08
Hasta 59 días	55,5%	60,4%	53,1%
de 60 a 89 días	16,6%	14,7%	14,5%
de 90 a 179 días	17,3%	14,4%	16,6%
de 180 a 365 días	9,6%	9,7%	13,7%
de 366 y más	0,9%	0,8%	2,1%

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

En julio de 2010 la composición de los depósitos a plazo, mantiene su concentración relativa en el corto plazo. Respecto a igual mes de un año atrás, se observa una caída de 4,9 p.p. en la participación de los depósitos entre 30 y 59 días, y un crecimiento de 2,4 p.p. en relación a igual mes de 2008. Asimismo, los depósitos a más de 180 días y hasta 365 retrocedieron pasando del 13,7% en julio de 2008 a 9,7% en el 2009, y a 9,6% en julio del presente año. Así, en la actualidad, el 55,5% de las imposiciones se concentran en plazos menores a 60 días y el 89,5% se ubican dentro de los 180 días.

Cuadro 9. Evolución de los depósitos del sector público en pesos, promedio de saldos y variaciones, millones de \$

	Promedio	Promedio	Variación Anual	
	Jul-10	Jul-09	Nominal	%
Cuenta Corriente	24.560	24.031	529	2,2%
Caja de Ahorros	4.962	3.781	1.180	31,2%
Plazo Fijo	49.642	28.009	21.632	77,2%
Otros	4.331	3.999	332	8,3%
Total Depósitos \$	83.495	59.821	23.674	39,6%

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Los depósitos del sector público en pesos crecieron en julio de 2010 respecto al mismo mes del 2009 un 39,6% (\$23.674 millones).

Consideramos importante destacar que si bien el nivel de depósitos del sistema bancario es bueno, la mayoría son depósitos "a la vista" o plazos fijos de muy corto plazo donde la mayor concentración no supera los 90 días. Esto nos hace pensar que sería difícil sostener un sistema sustentable de financiamiento a PyMEs de largo plazo con depósitos de corto plazo sin la intervención del Estado como regulador del mercado financiero.

7.2.2.3. Principales indicadores monetarios.

Cuadro 10. Evolución de la base monetaria y las reservas del BCRA (promedios mensuales), en millones de pesos y en porcentaje

Conceptos	Jul-10	Jul-09
BASE MONETARIA	133.899	105.714
1. Circulante en Poder del Público	92.082	73.602
2. Reservas Bancarias	41.817	32.112
2.1. Cuenta Corriente en el BCRA	30.608	23.079
2.2. Efectivo en pesos	11.209	9.034
Reserva BCAR	198.625	175.334
Tipo de Cambio	3,93	3,81
Cuenta Corriente	75.551	62.660
Caja de Ahorro	50.225	40.026
Plazo Fijo	120.627	84.639
M1/PIB	13,77%	11,40%
M2/PIB	17,90%	14,75%
M3/PIB	28,83%	22,75%
a) Ratio de Cobertura = Base Monetaria/ Reservas	67,4%	60,3%
b) Ratio de Cobertura Amplia = (B. Monetaria +Cta. Cte+C. Ahorro)/Reservas	130,7%	118,9%
c) Ratio de Liquidez = (Cta. Cte. en BCRA+Pases+ Efvo en Bcos)/Depósitos Totales*	18,78	18,17

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Notas:

1) El PIB (en moneda corriente) utilizado corresponde al I Trimestre de 2010 (último dato disponible) para julio de 2010 y al II Trimestre de 2009 para julio de 2009.

2) En a) y b), cuanto menor es el ratio, las reservas cubren con mayor solidez el dinero en circulación. En los tres casos el ratio corresponde al promedio de cada mes.

3) M1= Billetes y monedas+ Cta. Cte. del S. Priv. y del S. Pub en pesos; M2= M1+ Caja de ahorro del S. Priv. y del S. Pub.

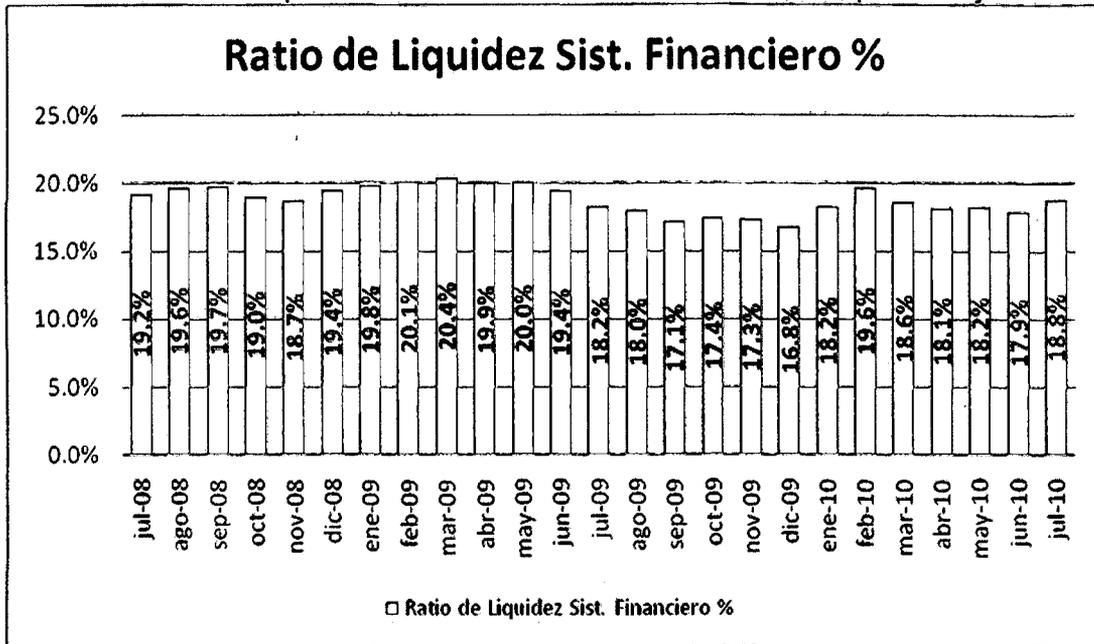
en pesos y M3= Billetes y Monedas +Depósitos del S. Priv. y del S. Pub. en pesos.

(*) No se incluyen los depósitos del sector financiero.

En el mes de julio, la Base Monetaria promedió los \$ 133.899 millones, \$ 28.185 millones superior a julio de 2009. Respecto a un año atrás, la expansión de la base fue del 26,7%.

El circulante en poder del público en el mes de julio promedió los \$ 92.082 millones. Respecto a un año atrás, se produjo un incremento de \$18.480 millones equivalente al 25,1%.

Gráfico 3. Ratio de liquidez del sistema financiero, 2008-2010, porcentaje



Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Durante el mes de julio se observó un ratio de liquidez superior al registrado en el mes anterior. El ratio alcanzó un nivel de 18,8%, lo que representa un aumento de 0,6 p.p. con respecto a un año atrás.

Según Heller Carlos¹⁷¹, "Si bien el sistema financiero emergió sano de la crisis de 2001, en 2009 el total de crédito al sector privado no financiero apenas llegó al 11,3% del PBI, un valor que se repitió estos últimos años y que es el más bajo de América Latina. Pero, además, los bancos mantienen una liquidez excesiva que alcanza al 35% de los depósitos, cuando gran parte de ese dinero debería haberse utilizado para dar crédito".

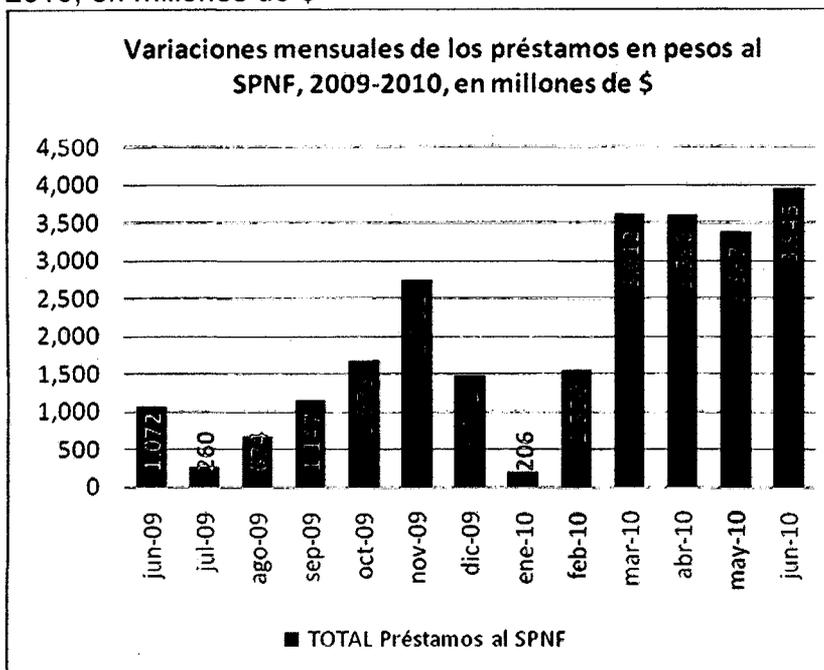
Observamos que hay liquidez en el sistema financiero lo cual sería un dato alentador de cara a instrumentar un plan de financiamiento a las PyMEs.

7.2.2.4. Préstamos.

Seguidamente, analizaremos los préstamos al Sector Privado no Financiero (SPNF):

¹⁷¹ Heller, Carlos. "El por qué de la necesidad de modificar la actual Ley de Entidades Financieras", Artículo publicado en <http://www.carlosheller.com.ar/etiquetas/sistema-financiero/>; 10/05/2010.

Gráfico 4. Variaciones mensuales de los préstamos en pesos al SPNF, 2009-2010, en millones de \$



Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

De la observación del gráfico 4 y el cuadro 11, según datos informados por el BCRA, la sumatoria de las variaciones mensuales de los préstamos en pesos al SPNF entre 2009-2010, en millones de pesos totalizan \$25.336. Los préstamos en pesos al SPNF mantuvieron un crecimiento interanual de \$24.264 millones de pesos ($\$24.264 \text{ millones} = 25.336\text{m} - 1072\text{m}$) lo que equivale a un incremento del nivel en un 21,6% ($\$24.264 \text{ millones}/\112.264 millones). Al 30 de julio de 2010, los saldos de préstamos en pesos alcanzaban los \$138.861 millones (el promedio mensual fue de \$136.796 millones). Asimismo, se observa un mayor dinamismo en el crédito destinado a las familias, el cual explica casi el 54% de la variación anual ($\$12.959 \text{ millones}/\24.264 millones).

Cuadro 11. Préstamos al SPNF en pesos, saldos promedio y variaciones nominales, millones de \$ y %

DESTINO	Jul-10		Jul-09	Jul/2010 vs Jul/2009	
	Saldo	%Part.		Var. Nom.	% Var.
Préstamos a las Empresas	63.508	46,4%	52.203	11.305	21,7%
Adelantos	20.251	14,8%	18.448	1.803	9,8%
Documentos	26.779	19,6%	20.188	6.591	32,6%
Hipotecarios ^{*172}	7.675	5,6%	7.638	37	0,5%
Otros	8.804	6,4%	5.928	2.876	48,5%
Préstamos a las familias	73.288	53,6%	60.329	12.959	21,5%
Vivienda ^{*173}	10.767	7,9%	10.391	376	3,6%
Prendarios	7.834	5,7%	6.923	911	13,2%
Personales	33.600	24,6%	27.841	5.759	20,7%
Tarjetas	21.087	15,4%	15.174	5.913	39,0%
Total	136.796	100%	112.264	24.264	21,6%

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Respecto de los préstamos a las empresas, en julio 2010, los préstamos en pesos a las empresas promediaron los \$63.508 millones (lo que representa el 46,4% del total de este tipo de financiaciones en pesos al SPNF).

En relación a los niveles observados un año atrás, la financiación con destino a las empresas registró un incremento del 21,7% (\$11.305 millones), siendo documentos a sola firma la línea crediticia que más aportó a este aumento en términos absolutos (\$6.591 millones; 32,6%). El conjunto de las otras líneas destinadas al financiamiento de empresas también mostró un fuerte dinamismo, con un incremento que alcanza los \$2.876 millones (48,5% de variación interanual).

En cuanto a los préstamos a las Familias, en julio, los préstamos en pesos a las familias promediaron los \$73.288 millones (lo que representa el 53,6% del total de este tipo de financiaciones en moneda doméstica al SPNF). En cuanto a la evolución de los últimos 12 meses, se registró un incremento de \$12.959 millones, equivalente al 21,5%. Las líneas que más contribuyeron a esta variación fueron los créditos personales con \$5.759 millones (20,7%) y las financiaciones de saldos de tarjetas de crédito con \$5.913 millones (39%).

¹⁷² *La metodología utilizada para obtener los datos de préstamos para la vivienda y préstamos hipotecarios a las empresas se basa en la utilización de un ponderador que se obtiene a partir del promedio móvil de la participación de cada una de estas líneas de crédito en los préstamos con garantía hipotecaria totales de los últimos doce meses publicados por el BCRA.

¹⁷³ *Ídem nota referencia para préstamos hipotecarios a las empresas.

Cuadro 12. Préstamos al SPNF en moneda extranjera, saldos promedio y variaciones nominales, millones de u\$s y %

DESTINO	Jul-10		Jul-09	Jul/2010 vs Jul/2009	
	Saldo	%Part.		Var. Nom.	% Var.
Préstamos a las Empresas	5.473	94,7%	5.459	14	0,3%
Adelantos	438	7,6%	293	145	49,5%
Documentos	4.473	77,4%	4.436	37	0,8%
Hipotecarios* ¹⁷⁴	86	1,5%	94	-8	-8,7%
Otros	477	8,3%	636	-159	-25,1%
Préstamos a las familias	305	5,3%	285	19	6,8%
Vivienda * ¹⁷⁵	129	2,2%	127	2	1,3%
Prendarios	56	1,0%	67	-11	-15,8%
Personales	0	0,0%	0	0	0,0%
Tarjetas	119	2,1%	91	28	31,2%
Total	5.778	100%	5.744	33	0,6%

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

En relación a un año atrás, se observa un incremento de los préstamos en dólares de 0,6% (u\$s 33 millones), explicado fundamentalmente por el crecimiento de los adelantos en cuenta corriente y la caída en las otras líneas de financiamiento del orden del 49,5% y 25,1% respectivamente.

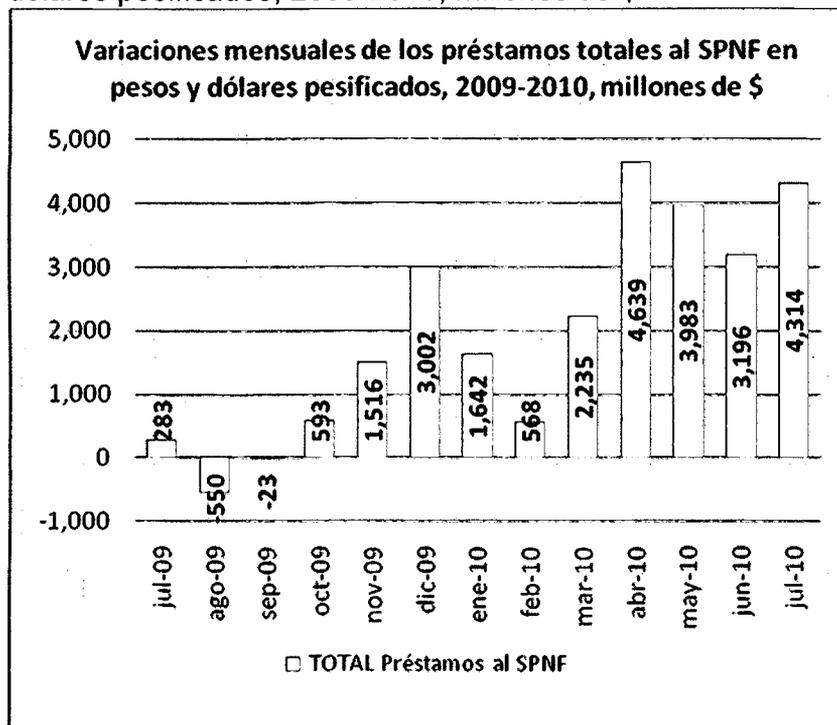
Asimismo, hacia fines de julio de 2010, la mayor parte del préstamo al SPNF en moneda extranjera se concentra en los préstamos a empresas con un 94,7% de participación (\$5.473 millones) siendo los documentos la modalidad más utilizada por las empresas con un 77,4% (\$4.473 millones) de participación.

Para el mismo mes, se observa que los préstamos a las familias en dólares son muy escasos, representan el 5,3% (\$305 millones) de participación sobre el total.

¹⁷⁴ *La metodología utilizada para obtener los datos de préstamos para la vivienda y préstamos hipotecarios a las empresas se basa en la utilización de un ponderador que se obtiene a partir del promedio móvil de la participación de cada una de estas líneas de crédito en los préstamos con garantía hipotecaria totales de los últimos doce meses publicados por el BCRA.

¹⁷⁵ * Ídem nota referencia para préstamos hipotecarios a las empresas..

Gráfico 5. Variaciones mensuales de los préstamos totales al SPNF en pesos y dólares pesificados, 2009-2010, millones de \$



Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

De la observación del gráfico 5 y el cuadro 13, según datos informados por el BCRA, la sumatoria de las variaciones mensuales de los préstamos totales al SPNF en pesos y dólares pesificados, en millones de pesos totalizan \$25.397. Dichos préstamos mantuvieron un crecimiento interanual de \$25.114 millones de pesos ($\$25.114 \text{ millones} = 25.397\text{m} - 283\text{m}$) lo que equivale a un incremento del nivel de 18,7% ($\$25.114 \text{ millones} / \134.416 millones). Al 30 de julio del 2010, los saldos de préstamos alcanzaban los \$159.530 millones en promedio mensual. Asimismo, se observa aquí también un mayor dinamismo en el crédito destinado a las familias, el cual explica casi el 52% de la variación anual ($\$13.056 \text{ millones} / \25.114 millones).

Cuadro 13. Préstamos totales al SPNF en pesos y dólares pesificados, saldos promedio y variaciones nominales, millones de \$ y %

DESTINO	Jul-10		Jul-09	Jul/2010 vs Jul/2009	
	Saldo	%Part.		Var. Nom.	% Var.
Préstamos a las Empresas	85.058	53,3%	73.000	12.058	16,5%
Adelantos	21.973	13,8%	19.564	2.410	12,3%
Documentos	44.379	27,8%	37.090	7.289	19,7%
Hipotecarios*	8.026	5,0%	7.995	31	0,4%
Otros	10.680	6,7%	8.352	2.328	27,9%
Préstamos a las familias	74.472	46,7%	61.416	13.056	21,3%
Vivienda *	11.260	7,1%	10.876	384	3,5%
Prendarios	8.056	5,0%	7.179	877	12,2%
Personales	33.600	21,1%	27.841	5.759	20,7%
Tarjetas	21.556	13,5%	15.520	6.036	38,9%
Total	159.530	100%	134.416	25.114	18,7%

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Al 30 de julio los saldos de préstamos en pesos totales alcanzaban los \$162.356 millones (el promedio mensual fue de \$159.530 millones). Las financiaciones a las empresas y a las familias representan el 53,3% y el 46,7% respectivamente.

Respecto de los préstamos totales a las Empresas, en relación a los niveles observados un año atrás, los préstamos con destino a las empresas registraron un aumento de 16,5% (\$12.058 millones), siendo los documentos a sola firma el factor más importante de este incremento en términos absolutos (\$7.289 millones). Por su parte los adelantos en cuenta corriente y las otras líneas de financiamiento explican respectivamente el 12,3% y el 27,9% de la variación interanual total de los préstamos a las empresas.

En cuanto a los préstamos totales a las Familias, respecto a la evolución de los últimos 12 meses, se registró un incremento de \$13.056 millones, equivalente al 21,3%. La línea que más contribuyó fue la de financiamiento a saldos de tarjetas con una variación interanual de \$6.036 millones (38,9%), seguido por los préstamos personales, \$5.759 millones (20,7%).

7.2.2.5. Evolución del financiamiento bancario a las PyMEs.

Respecto de la oferta y demanda en el mercado de crédito PyME en Argentina, Bebczuk Ricardo¹⁷⁶ opina que "Como fruto de décadas de volatilidad macroeconómica y deficiente protección de los derechos de los ahorristas, el crédito bancario en Argentina se ha contraído hasta un valor del 13% del PBI, un valor que llega apenas al tercio del promedio para América Latina y un décimo del nivel en países de la OCDE¹⁷⁷. Esta baja profundidad crediticia no se explica exclusivamente por la escasez de ahorro intermediado bajo la forma de depósitos bancarios sino también por la estructura de activos a los cuales se aplica la capacidad prestable del sistema bancario. A setiembre de 2009, del total de recursos (pasivo más patrimonio neto) del sistema bancario, sólo el

¹⁷⁶ Bebczuk, Ricardo. "Acceso al financiamiento de las pymes en la Argentina: estado de situación y propuestas de política", Sección de Estudios del Desarrollo, Publicación de las Naciones Unidas, CEPAL, Santiago de Chile, 2010.

¹⁷⁷ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).



35,8% se canaliza a crédito privado. Dejando de lado los activos fijos, el resto se vuelca al mantenimiento de altos niveles de disponibilidades (17%), títulos públicos (22,5%) y préstamos interbancarios (11,2%). Estos usos implican que los bancos en Argentina no encuentran suficientemente atractiva la actividad de préstamo al sector privado (en general, no solamente a las PyMEs) y/o que la demanda de crédito es exigua en relación a la captación de recursos del sistema (que, como se mencionó antes, es extremadamente baja para los cánones internacionales). Sin duda, resulta paradójico que la transformación de ahorro en crédito privado, la principal función social que justifica la existencia de los bancos, absorbe apenas la tercera parte de los recursos intermediados. Otra medida que refuerza el juicio anterior es la proporción del gasto privado (consumo más inversión) que se financia con nuevo crédito bancario: para 2007, este valor alcanzaba un mero 2,2%, implicando que el 97,8% restante se financia mayormente con recursos propios.

La situación es todavía más dramática si se deja de lado el crédito al consumo, que explica el 50% del crédito privado, para concentrarse en el crédito a empresas. En base a datos de la Central de Deudores del Banco Central de Argentina, Bleger (2006) encuentra que las PyMEs con crédito en el sistema bancario formal -definidas como aquellas empresas con una deuda total por debajo de 5 millones de pesos- serían 99.400 (99% de un total de 108.830 empresas deudoras) y su deuda con el sistema llegaría a los \$13.943 millones, un 25% del total de crédito comercial. Estas cifras revelan una importante, aunque esperable, concentración del crédito en los deudores más grandes. Considerando las PyMEs registradas (según información del Ministerio de Trabajo), el 23% estaría gozando de acceso al crédito, pero si se incluyen las empresas informales (relevadas en la Encuesta Permanente de Hogares del INDEC), este porcentaje caería al 9,4%. ...

La encuesta periódica de Observatorio PyME (2009), sobre una muestra representativa de 1000 PyMEs industriales, ubica en el 33,5% el porcentaje de empresas que solicitaron en 2008 un adelanto de cuenta corriente, de las cuales únicamente el 15,1% del total fue rechazado por el banco. Por su parte, el 21,9% solicitó créditos de más largo plazo, con una tasa de rechazo del 23%. De las empresas que no solicitaron crédito, 43,4% declaró no tener necesidad, 32,2% se abstuvo de ello debido a la incertidumbre macroeconómica, mientras que el resto (24,4%) consideró que las condiciones de acceso (trámites, garantías, tasa, plazo) desalentaban la decisión de endeudarse. Esta evidencia preliminar da cuenta sin ambigüedad que las empresas expresan una baja demanda de crédito y que las restricciones por el lado de la oferta no parecen tener el peso que tradicionalmente se les asigna. La estructura de financiamiento de las inversiones para el mismo período confirma la preferencia por los fondos propios: del total de fuentes, 71,7% correspondió a fondos propios y 17,2% a crédito bancario”.

Cuadro 14 Porcentaje de empresas que utilizan crédito bancario en Argentina y países seleccionados.

PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE UTILIZAN CRÉDITO BANCARIO EN ARGENTINA Y PAÍSES SELECCIONADOS

País/Tamaño de empresa	Total	Pequeña	Mediana	Grande
Argentina	6.9	3.3	8.5	14
Brasil	48.4	22.5	48.8	68.4
Chile	29.1	16	23.5	62.8
México	2.6	1.9	2.6	12.1
España	32.6	26.2	38.7	47.7



Fuente: Banco Mundial, Enterprise Surveys, www.enterprisesurveys.org.

Nota. Encuestas realizadas entre 2006 y 2009 sobre muestras de 1.000-1.500 empresas. Pequeña empresa: hasta 20 empleados, Mediana: 20-99 empleados, Grande: 100 o más empleados.

Cuadro 15 Porcentaje de inversiones empresarias financiadas con crédito bancario en Argentina y países seleccionados.

PORCENTAJE DE INVERSIONES EMPRESARIAS FINANCIADAS CON CRÉDITO BANCARIO EN ARGENTINA Y PAÍSES SELECCIONADOS

País/Tamaño de empresa	Total	Pequeña	Mediana	Grande
Argentina	5.4	1.6	8.9	7.5
Brasil	33.6	15.1	32.7	49.7
Chile	36.1	33.9	16.9	59.8
México	6.8	5.6	4.2	23.7
España	21.9	20	24.6	25

Fuente: Banco Mundial, Enterprise Surveys, www.enterprisesurveys.org.

Nota. Encuestas realizadas entre 2006 y 2009 sobre muestras de 1.000-1.500 empresas. Pequeña empresa: hasta 20 empleados, Mediana: 20-99 empleados, Grande: 100 o más empleados.

Podemos observar que en el **cuadro 14** aparece el porcentaje de empresas que hacen uso de crédito bancario. Los menores valores corresponden a México (2,6% para el total de empresas) y Argentina (6,9%). Estos valores también son muy bajos incluso en economías con una profundidad financiera mucho mayor, como Chile y España, donde la proporción ronda el 30%. Encontramos un panorama similar cuando pasamos en el **cuadro 15** al porcentaje de inversiones financiado con crédito, el cual se ubica en 5,4% en Argentina, 6,8% en México, 21,9% en España, 33,6% en Brasil y 36,1% en Chile.

Nos parece pertinente replantear el concepto de restricción financiera. Según Bebczuk¹⁷⁸, una empresa sufre una restricción crediticia cuando ve rechazada su solicitud de préstamo a pesar de satisfacer las siguientes tres condiciones:

- Cuenta con proyectos de alta rentabilidad esperada y por tanto con suficiente capacidad de pago;
- No posee suficientes fondos propios para encarar tales proyectos; y
- Tiene los incentivos correctos y la voluntad de honrar el compromiso financiero asumido.

Seguidamente, continuaremos analizando la estructura de financiación bancaria por tramo de deuda y grupo de bancos:

¹⁷⁸ Bebczuk, Ricardo. Ob. Cit.

Cuadro 16. Estructura de financiación por tramo de deuda y grupo de bancos, millones de \$, marzo 2009.

	Total Deuda Sist. Financiero	Total Préstamos al SPNF	Cartera Total PyME	Cartera Comercial asimilable a consumo	\$0,5 - \$1 M	\$1 - \$2,5 M	\$2,5 - \$5 M
Total Bancos	185.670,8	130.988,7	34.499,4	12.727,1	5.932,0	8.042,3	7.798,0
Bancos Públicos	70.704,0	41.190,6	11.797,7	6.148,9	2.291,6	1.770,3	1.586,8
Nacionales	43.026,4	20.406,3	6.200,5	2.976,7	1.521,5	863,4	838,9
Provinciales y municipales	27.677,6	20.784,3	5.597,2	3.172,2	770,2	906,9	747,9
Bancos Privados	114.966,8	89.798,0	22.701,6	6.578,2	3.640,3	6.272,0	6.211,1
S.A.de capital nacional	48.455,7	40.521,4	10.796,8	3.446,9	1.616,5	2.854,1	2.879,4
Cooperativos	5.603,2	4.558,0	2.660,0	1.062,7	465,4	693,7	438,1
Locales de capital extranjero	46.275,1	37.406,1	7.956,3	2.025,4	1.314,0	2.277,9	2.339,0
Suc. entidades fcieras del exterior	14.632,8	7.312,6	1.288,6	43,3	244,4	446,2	554,7

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Cuadro 17. Estructura de financiación por tramo de deuda y grupo de bancos, millones de \$, marzo 2010

	Total Deuda Sist. Financiero	Total Préstamos al SPNF	Cartera Total PyME	Cartera Comercial asimilable a consumo	\$0,5 - \$1 M	\$1 - \$2,5 M	\$2,5 - \$5 M
Total Bancos	215.934,4	149.929,4	40.409,4	14.939,2	6.731,6	9.525,7	9.213,0
Bancos Públicos	84.840,5	44.981,3	13.325,4	6.874,4	2.583,3	2.056,6	1.811,0
Nacionales	55.285,4	22.498,4	7.218,7	3.487,3	1.727,2	1.061,6	942,6
Provinciales y municipales	29.555,1	22.482,8	6.106,8	3.387,2	856,1	995,1	868,4
Bancos Privados	131.093,9	104.948,1	27.084,0	8.064,8	4.148,3	7.469,0	7.401,9
S.A.de capital nacional	58.738,6	49.202,9	13.597,2	4.271,3	2.065,0	3.610,4	3.650,5
Cooperativos	7.085,9	5.766,3	3.740,3	1.603,8	568,3	864,2	704,0
Locales de capital extranjero	50.555,1	43.288,5	8.475,8	2.164,5	1.209,4	2.609,2	2.411,8
Suc. entidades fcieras del exterior	14.714,3	6.609,4	1.270,8	25,2	224,7	385,3	635,7

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Cuadro 18. Variación nominal por tramo de deuda y grupo de bancos, millones de \$, marzo 2010 vs. marzo 2009

	Total Préstamos al SPNF	Cartera Total PyME	Cartera Comercial asimilable a consumo	\$0,5 - \$1 M	\$1 - \$2,5 M	\$2,5 - \$5 M
Total Bancos	18.940,7	5.919,1	2.212,1	799,6	1.483,4	1.415,0
Bancos Públicos	3.790,7	1.527,7	725,5	291,7	286,3	224,2
Nacionales	2.092,1	1.018,2	510,6	205,8	198,1	103,7
Provinciales y municipales	1.698,5	509,5	215,0	85,9	88,2	120,5
Bancos Privados	15.150,1	4.382,4	1.486,6	507,9	1.197,1	1.190,8
S.A.de capital nacional	8.681,5	2.800,3	824,4	448,5	756,3	771,1
Cooperativos	1.208,3	1.080,3	541,1	102,9	170,4	265,9
Locales de capital extranjero	5.882,4	519,5	139,1	-23,7	331,3	72,8
Suc. entidades fciaras del exterior	-622,2	-17,8	-18,1	-19,8	-60,9	81,0

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Cuadro 19. Variación porcentual por tramo de deuda y grupo de bancos, marzo 2010 vs marzo 2009

	Total Préstamos al SPNF	Cartera Total PyME	Cartera Comercial asimilable a consumo	\$0,5 - \$1 M	\$1 - \$2,5 M	\$2,5 - \$5 M
Total Bancos	14,5%	17,1%	17,4%	13,5%	18,4%	18,1%
Bancos Públicos	9,2%	12,9%	11,8%	12,7%	16,2%	14,1%
Nacionales	10,3%	16,4%	17,2%	13,5%	22,9%	12,4%
Provinciales y municipales	8,2%	9,1%	6,8%	11,2%	9,7%	16,1%
Bancos Privados	16,9%	19,3%	22,6%	14,0%	19,1%	19,2%
S.A.de capital nacional	21,4%	25,9%	23,9%	27,7%	26,5%	26,8%
Cooperativos	26,5%	40,6%	50,9%	22,1%	24,6%	60,7%
Locales de capital extranjero	15,7%	6,5%	6,9%	-1,8%	14,5%	3,1%
Suc. entidades fciaras del exterior	-8,5%	-1,4%	-41,8%	-8,1%	-13,7%	14,6%

Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

De acuerdo con los datos publicados por el BCRA para el mes de marzo de 2010, y en relación al mismo mes de 2009, se mantiene el crecimiento de los préstamos a las PyMEs. Si observamos el comportamiento al interior del sistema bancario, se destaca nuevamente el desempeño de la banca cooperativa, que para este período muestra un incremento en los préstamos a este sector del 40,6% (\$1080,3 millones). En términos absolutos, la variación más importante viene dada por la banca privada nacional, que si bien parte de niveles muy bajos, logra incrementar en \$2.800 millones de pesos los créditos para este tipo de empresas. Por su parte la banca pública nacional, que parte de niveles altos como consecuencia de la aplicación de una política contracíclica de expansión del crédito durante los tres primeros trimestres del año 2009, incrementa este tipo de financiaciones en un 16,4% (\$1.018 millones). De esta forma el desempeño de estos tres sectores permite que los préstamos a las pequeñas y medianas empresas hayan mostrado una variación positiva del 17,1% para el conjunto del sistema bancario (\$5.910 millones).



La banca extranjera, tal como viene sucediendo durante los últimos meses relevados, es la que muestra el peor desempeño en cuanto a la evolución de la asistencia crediticia a las pequeñas y medianas empresas. Los locales de bancos transnacionales incrementan su stock de financiamiento solo en un 6,5% (\$520 millones) mientras que las sucursales de entidades financieras del exterior lo disminuyen en un 1,4% (\$18 millones). Por su parte la banca pública provincial y municipal presenta un incremento del 9,1% (\$510 millones).

Según Llambías Ariel¹⁷⁹, “Hoy en la Argentina las PyMEs se están financiando en una gran parte con Capital Propio ya que de acuerdo a la inestabilidad de nuestras políticas económicas que repercuten en la disponibilidad de fondeo de los Bancos, a las mismas les cuesta disponer de un financiamiento sustentable en el tiempo. Hoy principalmente y de acuerdo a la actividad y sector en donde se mueven, están trabajando con Leasings, Cartas de Crédito, Prefinanciación de Importaciones y Exportaciones, acuerdos en cuenta y préstamos financieros a sola firma. Los plazos no llegan a más de 18 meses de vida promedio siendo en su mayoría por plazos menores a un año, con excepción de algunas líneas de Leasing. Las tasas son en su mayoría variables en base a TEC (Tasa Encuesta Corregida) de Bancos Privados o Badlar de Bancos Privados, ambas con correcciones que aplican los bancos. Las tasas promedio para un año rondan el 19% TNA más gastos, para mayores plazos deberíamos hablar de 6 o 7 puntos sobre las bases variables”.

En opinión de Ramos Jorge¹⁸⁰, el financiamiento bancario actual es casi todo a corto plazo, hay poca financiación de largo plazo para las PyMEs, solamente hay en los bancos algunas líneas de hasta 36 meses para comprar bienes de capital. El Banco Ciudad para compra de inmuebles tiene una línea hipotecaria de 10 años, pero solo esos son los plazos más largos. El grueso de los bancos financia el corto plazo, capital de trabajo con préstamos a un año y descuento de cheques. Entre 1 y 2 años es el promedio de plazo. Asimismo, respecto de la estrategia comercial de un banco agrega “hoy la PyME ocupa un papel secundario, los bancos están orientados a clientes individuos. Se puede ver en la calle publicidades abrumadoras de tarjetas de crédito con beneficios, con descuentos en todos lados y se apunta más a la banca individuo. A pesar de ello, la cartera de PyMEs del Banco creció un 100% y tenemos que seguir creciendo a este ritmo para que tenga más peso, pero la realidad es que no representan grandes volúmenes”.

De acuerdo con Cosentino Adrian¹⁸¹, distintos indicadores de evidencia empírica corroboran que a nivel nacional la participación de la banca comercial en el crédito a PyMEs siempre ha resultado escaso, tanto en términos de contribución de ingresos, diversidad de productos y estructura física asignada a nivel de la entidad financiera involucrada, como así también respecto de la brecha entre oferta formal y demanda existente de servicios financieros en términos agregados. “El sistemático error de la banca comercial al momento de organizar una línea de crédito parece consistir en no entender que resulta imposible lograr escala, eficiencia y niveles aceptables de rentabilidad si no se comienza por definir una estrategia de especialización que se integre correctamente en tres

¹⁷⁹ Entrevista personal a Llambías Ariel, Oficial de Negocios del Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. en Mercado de Capitales, realizada el 27/08/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.7.

¹⁸⁰ Entrevista personal a Ramos Jorge, Oficial de Negocios, Gerencia de Área Banca a Empresas, Banco Ciudad de Buenos Aires, realizada el 17/09/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.10.

¹⁸¹ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 14



dimensiones de acción: a) posicionamiento; b) diseño de producto y c) administración de procesos de captación de clientes, evaluación de riesgos, seguimiento de cartera y manejo de mora temprana.”

Dicho autor sostiene que los bancos tienen limitaciones estructurales para lograr posicionarse en el mercado PyME. Destaca que entre las cuestiones negativas se distinguen principalmente un marco regulatorio que dificulta el otorgamiento de créditos al sector y no impulsa la especialización de bancos en este tipo de empresas. Si se modificaran algunos aspectos normativos particulares como requisitos de información más flexibles, integración de capitales mínimos, previsionamiento, etc., se mejoraría el desarrollo de instituciones especializadas en financiamiento a PyMEs o mínimamente impulsaría a los bancos a tomar mayor parte de este mercado.

En otro orden, Cosentino Adrian¹⁸² continúa diciendo que la banca comercial en la Argentina ha sufrido ciertas limitaciones para un desarrollo sostenido, tales como:

- * Incompatibilidad entre las características típicas de muchas PyMEs (informalidad, situación patrimonial, etc.) y los requisitos para obtener un crédito.
- * Créditos Estatales con tasas subsidiados, utilizando un paradigma ineficiente, de mala gestión y de poca flexibilidad para adaptarse a las necesidades de las empresas.
- * La existencia de un marco regulatorio financiero ineficiente y falta de incentivos normativos para que la oferta crediticia especializada en los segmentos PyMEs sea promovida.
- * La no existencia de bancos comerciales que se especialicen en el sector PyME.

Sobre el tema, Franco Marcelo¹⁸³ opina que “algunas PyMEs logran calificar al crédito bancario pero termina siendo escaso conforme al plan de inversión que la PyME pretenda desplegar”.

Respecto del mercado de crédito PyME y la visión de los bancos comerciales en Argentina, Bebczuk¹⁸⁴ (en base a un informe de De la Torre, Martínez Pería y Schmukler, 2008) estudia la percepción de los bancos respecto a las PyMEs a través de entrevistas directas con 14 entidades que operan en Argentina. Más allá de la definición oficial, los bancos clasifican a las pequeñas empresas como aquellas con ventas anuales entre US\$300.000 y US\$5 millones, y medianas aquellas con ventas entre este valor y US\$30 millones. El trabajo llega a los siguientes resultados principales:

- (a) La mayor parte del crédito toma la forma de adelantos en cuenta corriente y en menor medida el descuento de documentos y cheques;
- (b) Los préstamos se destinan principalmente a capital de trabajo relativo a bienes de capital;
- (c) Mayoritariamente los bancos exigen garantías reales sobre los préstamos a PyMEs;

¹⁸² Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 34.

¹⁸³ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.1.

¹⁸⁴ Bebczuk, Ricardo. Ob.Cit.



- (d) Los bancos buscan capturar clientes PyMEs que estén previamente vinculados, como proveedores o clientes, con su clientela corporativa;
- (e) Los bancos encuentran atractivo el segmento PyME ante la creciente competencia en los segmentos corporativo y de consumo;
- (f) Los mayores obstáculos para expandir el crédito al sector es la extendida informalidad de estas empresas, la baja confiabilidad de sus balances contables, la falta de garantías y el alto costo de generar información contable para acotar el riesgo de aumentar la exposición en el sector;
- (g) Los bancos consideran que existe un alto grado de competencia en este segmento, en especial para los bancos más pequeños. Estas instituciones, con costos unitarios más altos por su menor escala, se ven obligados a operar a los niveles de tasa de interés que imponen los bancos más grandes –que son los principales jugadores en el sector- para mantener o aumentar su cuota de mercado, con independencia del riesgo asumido y de su propia estructura de costos;
- (h) La carga regulatoria no es un obstáculo de primer orden en opinión de los bancos, aunque creen que los requisitos documentarios podrían relajarse para acomodar la demanda de crédito de las firmas informales. En tal sentido, la obligación de no tener deudas laborales y tributarias se erige en una traba para que muchas PyMEs sean sujetos de crédito;
- (i) Los bancos reconocen que un alto número de PyMEs no ejerce suficiente demanda. Entre otros motivos, atribuyen este comportamiento a que las firmas buscan financiamiento de largo plazo a tasas fijas al tiempo que los bancos están dispuestos a prestar a corto plazo con tasa variable;
- (j) El marco legal e institucional es considerado defectuoso, aunque los bancos sortean esta dificultad evitando en la medida de lo posible las instancias judiciales, prestando a corto plazo, reestructurando o renegociando la deuda y reclamando garantías personales;
- (k) La carencia de personal especializado en el segmento PyME y el alto costo y las dificultades para aplicar técnicas de scoring y estandarizar los productos y la administración del riesgo se presentan como otro obstáculo para el crecimiento de esta operatoria; y
- (l) Los bureaus de crédito cumplen una función primordial, aunque deberían mejorar la calidad y alcance de la información. En particular, la central de riesgo del Banco Central debería informar no sólo la situación de los deudores sino también el endeudamiento y las garantías con el conjunto del sistema.

Consideramos que en este contexto, la figura del Fideicomiso se presenta como una herramienta alternativa para el sector PyME que hoy en día está desprovisto de un financiamiento acorde a sus necesidades y que en muchos casos no ha podido solucionar la manera de inyectar capitales a sus proyectos.



Sobre el tema, Tcharikian Gustavo¹⁸⁵ comenta que “A pesar de su escaso desarrollo en el mercado financiero, el Fideicomiso es una herramienta jurídica fundamental, es un instrumento que les permite a las entidades financieras garantizarse la devolución de los créditos con lo cual dinamizaría muchísimo mas la economía y potenciaría muchísimo mas la posibilidad de que los bancos financien a las PyMEs.

El fideicomiso se presenta como una solución que viene dada principalmente por la estructuración de garantías. Es una herramienta o mecanismo a través del cual las PyMEs podrían garantizar mejor las operaciones para que resulte mas atractivo el préstamo a ese segmento de mercado y que a las entidades bancarias y financieras en general les resulte atractivo también por la garantía que reciben para la devolución del préstamo. En ese contexto, la herramienta del fideicomiso tiene el marco de desarrollo como un elemento que garantiza la devolución de los préstamos que otorgan las entidades financieras.

En el banco Credicoop, entidad en la que me desempeño, hay dos tipos de fideicomiso que son los que mas desarrollo tienen, uno es el fideicomiso inmobiliario y el otro es el fideicomiso de administración y garantías de sesión de flujo de fondos”.

En síntesis, observamos que los bancos en Argentina no encuentran suficientemente atractiva la actividad de préstamo al sector de las PyMEs y/o que la demanda de crédito de las empresas es escasa en relación a la captación de recursos del sistema (es baja incluso en relación a los cánones internacionales). A su vez, se observa que los bancos están orientados principalmente a la banca de individuos y familias. Se destaca también que el motivo por el cual las empresas no tomaron créditos no fueron solamente las exigentes condiciones de acceso que solicitan los bancos sino que también se debió a la incertidumbre macroeconómica de la Argentina.

Podemos observar que la porción del mercado financiero de Argentina orientado a PyMEs es escaso y de poco volúmen, lo que da lugar a una demanda insatisfecha. El crédito al sector PyME es muy bajo, de corto plazo y a tasas predominantemente variables, lo que dificulta el financiamiento de proyectos de mediano y largo plazo.

Parecería que para los bancos privados no es un buen negocio atender a las PyMEs y su diversidad de necesidades. En general, venden productos financieros “enlatados”. Por tal motivo, consideramos fundamental el rol del Estado como promotor de este tipo de financiamiento.

7.2.2.6. Modelos de scoring de riesgo crediticio en los bancos.

Según Ciappa Cesar¹⁸⁶, la restricción en el acceso al crédito a PyMEs, especialmente durante la década del '90, ha sido y sigue siendo un tema de alta preocupación en la banca Argentina. Concentración bancaria, inestabilidad macroeconómica, problemas de informalidad y la importante presencia de asimetrías informativas (que generan problemas de racionamiento de crédito, selección adversa y riesgo moral) entre empresas y bancos han sido extensamente descriptos como los determinantes principales de las restricciones

¹⁸⁵ Entrevista personal a Tcharikian Gustavo quien se desempeña en la Jefatura de Control de Gestión de la Gerencia de Asuntos Legales del Banco Credicoop y es Socio del Estudio Jurídico Leal Ricaud & Asociados, realizada el 28/7/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.6.

¹⁸⁶ Ciappa, Cesar. “Financiamiento a PyMEs en la Banca Pública”; CEFIDAR, Documento de Trabajo N°8, Enero 2006.



de acceso al crédito (Stiglitz y Weiss, 1981; Bleger y Rozenwurcel, 2000; Bleger y Borzel, 2004).

Dicho autor continúa diciendo, "Los problemas de asimetría informativa radican principalmente en que los clientes conocen mejor que las entidades financieras su valor como tomadores de fondos (disposición al pago, conocimiento de las particularidades del negocio/industria donde se desempeñan), hecho que los pone en posición de revelar información selectivamente de modo tal de influir sobre las decisiones de otorgamiento de fondos. Como contrapartida, es en general dificultoso para los tomadores de crédito, incluso para los buenos pagadores, convencer a los bancos de sus posibilidades y predisposición a la devolución de los fondos. Los bancos pueden aliviar el problema de asimetría informativa a través del estudio sistemático de las condiciones financieras y los prospectos futuros de los tomadores de fondos antes de tomar la decisión de bajo qué términos, los créditos podrían o no ser otorgados.

La experiencia internacional indica que, desde los años '70, los bancos han desarrollado modelos de evaluación del riesgo crediticio principalmente focalizados en la banca de individuos. Sin embargo, fue recién a principios de la década del '90 que los grandes bancos internacionales comenzaron a comprender la utilidad de los modelos de *scoring* en la evaluación del riesgo crediticio en PyMEs. El avance tecnológico en sistemas informáticos, procesamiento y manejo de datos, telecomunicaciones, y otros desarrollos, permitieron que dichos bancos comenzaran a diseñar modelos de medición de riesgo crediticio en las solicitudes de crédito de las PyMEs (Mester, 1997; Akhavein, Frame, y White, 2001)".

El *scoring* de créditos es un método estadístico que asigna un valor (o *score*) a un cliente potencial que representa una estimación de la evolución de la capacidad de repago futura del mismo (Feldman, 1997). A pesar de que los modelos de *scoring* fueron utilizados desde los años '70 en el otorgamiento de créditos personales, los grandes bancos comenzaron a usarlo rutinariamente en la evaluación de empresas PyMEs recién durante los '90.

De acuerdo con Feldman (1997), el *scoring* de crédito contribuye a cambiar el mercado de créditos a PyMEs en aspectos tales como la relación de éstas con los bancos, la determinación del precio de los fondos, y el acceso a los mismos.

El *scoring* permite a los bancos generar y monitorear créditos a un menor costo, así como también contribuye a mejorar el poder de predicción en cuanto a las probabilidades de incumplimiento futuro.

Sin embargo, es importante considerar también que algunos bancos usan el *scoring* de créditos como complemento (en lugar de reemplazo) de las formas tradicionales de otorgamiento, generando mayores costos.

Respecto de los bancos extranjeros y de la evaluación basada en información dura, Bebczuk Ricardo¹⁸⁷ opina sobre el caso del *credit scoring*, "En la medida que las PyMEs son típicamente opacas y no cuentan con datos confiables de balance ni con una historia crediticia prolongada, la aplicación de metodologías intensivas en información dura tiene un alcance limitado en este segmento crediticio, ante lo cual los bancos extranjeros tenderían en principio a

¹⁸⁷ Bebczuk, Ricardo. Ob. Cit.



concentrarse en clientes de gran porte y con sistemas contables de alta calidad, en desmedro de las PyMEs.

Consideramos que la sustentabilidad financiera y la necesidad de maximizar sinergias institucionales justifican la necesidad de instrumentar nuevos modelos de financiamiento innovadores y más flexibles, que estén basados en el desarrollo de ingenierías financieras a medida de las necesidades de las PyMEs, que se caractericen por tener esquemas de garantías relacionados a la actividad productiva y no con el patrimonio, la no consideración de la ausencia de historial crediticio, así como condiciones de asistencia financiera totalmente ajustadas a la capacidad de pago de las actividades involucradas. En este sentido, se destaca la figura del fideicomiso como estructura de financiamiento.

7.2.2.7. Requisitos del sistema bancario para la aprobación de un crédito.

Según Llambías Ariel¹⁸⁸, “Habitualmente los requisitos que se piden son altos, en parte en base a normativa del Banco Central. Es difícil hoy en día que un Banco financie a una PyME que esta en su primer etapa de Start up. Todo análisis de riesgo bancario se basa en la sustentabilidad del negocio y que con la generación de fondos logre cubrir con los pagos de sus obligaciones.

La realidad es que en el sector existe informalidad y muchas veces se solicitan planes de negocios a futuro que muchas PyMEs no tienen por ser empresas jóvenes con gerentes que conocen realmente el negocio y como explotarlo pero no como reflejarlo a la hora de formalizar los números en un plan o proyecto de negocio a futuro”.

En términos de Tcharikian Gustavo¹⁸⁹, “En comparación con las grandes empresas, a las PyMEs les resulta más difícil acceder a un financiamiento bancario, porque para ello deben cumplir toda un serie de requisitos que exige el Banco central que a las PyME, en un porcentaje elevado, les resulta complicado cumplir, específicamente en el cumplimiento de obligaciones previsionales, de la seguridad social, laborales, de tener los Estados Contables al día con su respectiva documentación respaldatoria. Se les dificulta justificar adecuadamente los planes de negocio que exhiben al banco. En relación con lo antedicho, las PyMEs tienen otra complicación adicional que las grandes empresas no tienen que es tener parte de su contabilidad en forma ilegal o en “negro” como por ejemplo facturación/ventas no registradas, etc., lo cual les dificulta en parte el acceso al crédito. A su vez, los bancos tienen que cumplir con determinada normativa del Banco Central y si no la cumplen no pueden otorgar los créditos”.

Respecto de las garantías convencionales, Bebczuk Ricardo¹⁹⁰ comenta las contraindicaciones del uso intensivo de las mismas “En primer lugar, una empresa joven o pequeña no suele disponer del capital exigido para constituir una garantía, por lo cual es posible que se le deniegue financiamiento a buenos proyectos sin garantía y se le conceda a proyectos de inferior calidad pero garantizados. En segundo lugar, no toda garantía parcial elimina los incentivos al default. En tercer término, una política basada íntegramente en garantías desvirtúa la función social de los intermediarios financieros de procesar información sobre los demandantes de crédito. Por último, pero especialmente importante a nivel práctico, la ejecución de garantías tiende a ser un proceso

¹⁸⁸ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.7.

¹⁸⁹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.6.

¹⁹⁰ Bebczuk, Ricardo. Ob. Cit.



engorroso y no exento de riesgo para el acreedor. La demora y costos del proceso, sumado a la fluctuación del valor del bien empeñado, induce a los intermediarios a solicitar garantías en exceso del valor de la deuda e incluso a declinar préstamos a clientes con garantías con baja liquidez o insuficientes resguardos jurídicos”.

En el capítulo de Anexos¹⁹¹, se adjunta un detalle extenso de los requisitos formales que habitualmente solicita un banco para la aprobación de un crédito. Para el estudio del caso, se tomo como fuente el Banco de la Ciudad de Buenos Aires.

Observamos que al problema de los exigentes requisitos de los bancos para el otorgamiento de créditos, se le suma el problema de la informalidad de las PyMEs, lo que nos hace presumir que la responsabilidad termina siendo compartida. Respecto de la informalidad de las PyMEs y por la importancia del tema, lo trataremos por separado más adelante.

7.2.2.8. La presión tributaria sobre los bancos.

Para las entidades y el público que solicita los préstamos muchas veces las dificultades están dadas, debido a que no pueden calificar para acceder a líneas de financiamiento, pero tampoco porque la mayor carga impositiva se traslada directamente al costo crediticio, impactando negativamente en el mercado de financiamiento.

Un informe del Instituto Argentino de Análisis Fiscal (IAAF)¹⁹², señala los siguientes puntos claves:

* En los últimos años se vienen observando en Argentina varias inconsistencias a la hora de fomentar el crédito, un instrumento que resulta clave para generar mayores niveles de inversión y crecimiento de la economía.

* Por un lado se intenta abaratar su costo a través de subsidios a la tasa u otro tipo de mecanismos, pero por otro se observa una marcada tendencia a aumentar la presión tributaria sobre el sector.

* Concretamente, las provincias han acentuado en los últimos años los aumentos tributarios sobre el sector, sin detenerse a considerar que estas subas se trasladan de manera prácticamente directa al costo crediticio, impactando negativamente en el mercado de financiamiento.

* Analizando la evolución de la carga tributaria sobre los bancos, se observa desde el 2002 un aumento constante en la carga tributaria provincial sobre el sector bancario, no solo por la aplicación de mayores alícuotas, sino también por la ampliación del monto a tributar a través de la definición de una mayor base imponible. Este proceso se habría acentuado a partir del año 2008, en los que una mayor proporción de jurisdicciones aplicaron estos cambios.

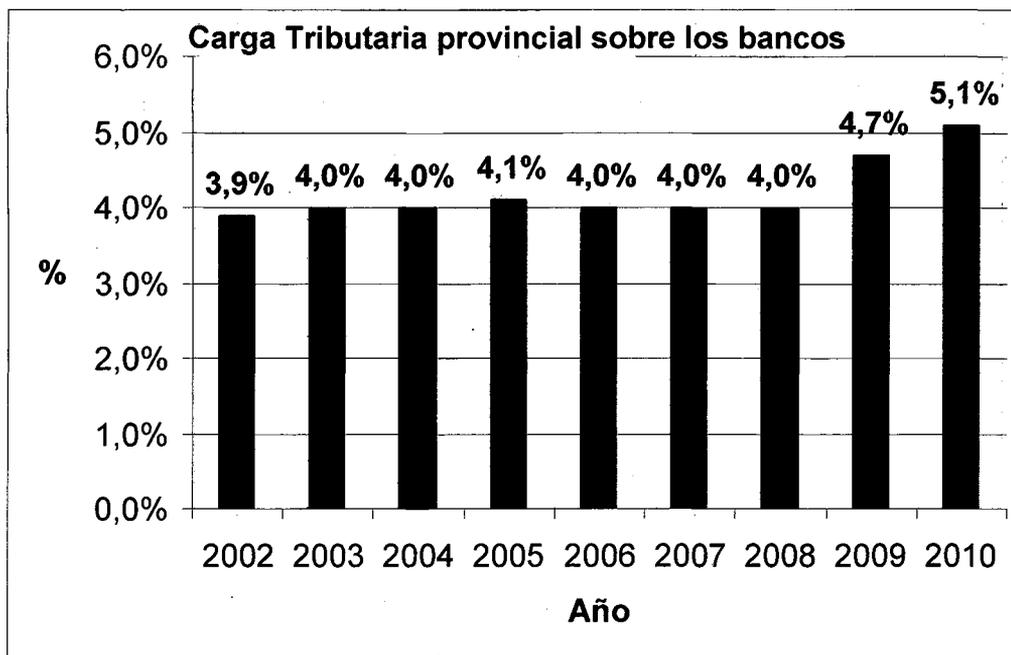
* Según el indicador estimado, la carga tributaria provincial ejercida sobre el sector bancario asciende, en promedio para las 24 jurisdicciones, a un 5.1%

¹⁹¹ Ver texto en el capítulo de Anexos, “Documentación a presentar por empresas que se vinculen crediticiamente al Banco”, sección N°11.3.

¹⁹² Argañaraz, Nadin y Devalle, Sofía. “Crédito bancario: se encarece gradualmente como consecuencia de una carga tributaria provincial creciente”, IARAF, Informe Económico N° 69; 5/9/2010.

sobre la base de intermediación. De la evolución del indicador en el tiempo, se aprecia con claridad el incremento en la presión tributaria sobre los bancos.

Gráfico 6. Carga tributaria provincial sobre los bancos (Promedio 24 jurisdicciones)



Fuente: IARAF.

* La presión tributaria, es una señal negativa para todos los tomadores de crédito y es solamente la carga provincial, a la que debe adicionarse la nacional y la municipal.

* Resulta preocupante la tendencia de incrementar la carga tributaria provincial sobre los bancos. Entre el 2008 y 2010, la presión que ejerce el IIBB sobre el sector habría aumentado cerca de un 30%, en promedio para las 24 jurisdicciones, como resultado tanto de subas de alícuotas como ampliaciones de las bases a tributar.

Entendemos que mayores impuestos sobre el sector financiero impactan seguramente en un mayor costo del crédito, repercutiendo negativamente no solo sobre este sector sino también sobre el resto de las actividades de la economía, desalentando su crecimiento y desarrollo. Al respecto, consideramos que el Estado debería propiciar un tratamiento diferencial para las PyMEs con un plan de exenciones y beneficios impositivos.

7.2.3. El mercado de capitales.

Según Malumian, Diplotti y Gutiérrez¹⁹³, "Hoy ya no se discute la necesidad del fideicomiso como herramienta esencial del mercado de capitales. Y como tal, su uso resulta aplicable a todos los factores de este mercado, ya sea como medio de securitización de créditos, como garantía de inmejorable validez en las operaciones crediticias, como medio de financiación directa, para financiar proyectos específicos de inversión, e inclusive, vemos también su desarrollo como herramienta financiera del propio Estado nacional o de los Estados provinciales y municipales. Por eso, ningún operador o profesional relacionado

¹⁹³ Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez Pablo; Ob. Cit. Pág. IX

con el mercado financiero puede darse el lujo de desconocer los aspectos básicos y de detalle que hacen a esta herramienta”.

Haciendo un relevamiento de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y tomando las novedades del mes de julio 2010 como referencia¹⁹⁴, encontramos que durante dicho mes se colocaron 17 series de fideicomisos financieros, cinco series más que el mes anterior.

A diferencia de los últimos dos meses, en los cuales no se habían realizado emisiones en moneda extranjera, en el mes de julio el monto emitido en dólares alcanzó los USD1.636 M conformado principalmente por la emisión de los fideicomisos Nasa I y Chubut Regalías Hidrocarburíferas.

En lo que respecta a las emisiones en moneda local, las mismas alcanzaron los \$1.106 M, siendo un 65% superior al total emitido en el mes de junio. Este se debe a la colocación de las series del Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas de la Provincia de Chaco I, y Cédulas Hipotecarias Argentinas Serie XII, que totalizan \$553,6 M.

Cuadro 20. Colocaciones de fideicomisos financieros - julio de 2010.

Ref	Fideicomiso	Fiduciante	Monto (ARS M)	Título Senior			
				Cupón	Tasa de Corte	Calif.	Dur
1	Probolsa	Fiduciarios varios	37,50	V	16,61%	A-	4,5
2 F	Supervielle Créditos Banex XXXVII	Banco Supervielle S.A.	80,00	F	11,75%	AAA	3,8
2 V				V	13,46%	AAA	14,1
3	Tarjeta Elebar III	Santa Mónica S.A.	15,63	V	15,98%	AA	5,3
4	Megabono LIV	Electrónica Megatone S.A.	55,02	V	13,26%	AAA	3,5
5	Banco Piano XVII	Banco Piano S.A.	38,66	V	12,79%	AAA	4,7
6	Mutual 17 de Enero III	Asociación Mutual 17 de Enero	19,46	V	14,65%	AA	7,0
7	Tarshop LXI	Tarshop S.A.	50,00	V	12,50%	AAA	4,0
8	Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas - Provincia del Chaco I	Instituto Provincial de Desarrollo Urbano y Vivienda	280,00	V	Mg 2%	A2	7,6 años
9	Fidebica XII	BICA Coop. de Emprendimientos Múltiples	35,48	V	12,70%	AAA	5,5
10	Cédulas Hipotecarias Argentinas XII	Banco Hipotecario S.A.	273,61	V	Mg 0,1%	A+	5,4 años
11	Grancoop IV	Gran Coop. de Créditos, Vivienda, Consumo y Servicios Sociales Ltda.	17,99	V	13,89%	AA	7,8
12	Consubono XLII	Lorfin S.A.	45,88	V	12,96%	AA	3,2
13	Garbarino LXIII	Garbarino S.A.I.C. e I.	103,62	V	12,90%	AAA	4,0
14 F	Pvcred III	PVcred S.A.	53,25	F	10,90%	Aaa	1,9
14 V				V	12,90%	Aaa	9,1
			1.106,1				
			Monto (USD M)				
15	Nasa I	Nucleoeléctrica Argentina S.A.	1.480,00	V	Mg 5%	A-	11 años
16	Aval Rural XII	Pymes Seleccionadas	7,45	F	5,95%	A1	12,0
17	Chubut Regalías Hidrocarburíferas I	Provincia del Chubut	150,00	F	9,75%	Ba3	10 años
			1.637,4				

Fuente. Elaborado por Deloitte en base a información del BCBA.

En el cuadro se observa que de las 17 series de fideicomisos financieros, solamente 1 corresponde a PyME (Ref. 16, Aval Rural XII) y de los USD1636M emitidos, solamente 7,45M corresponde a PyME lo cual denota una insignificante participación del sector.

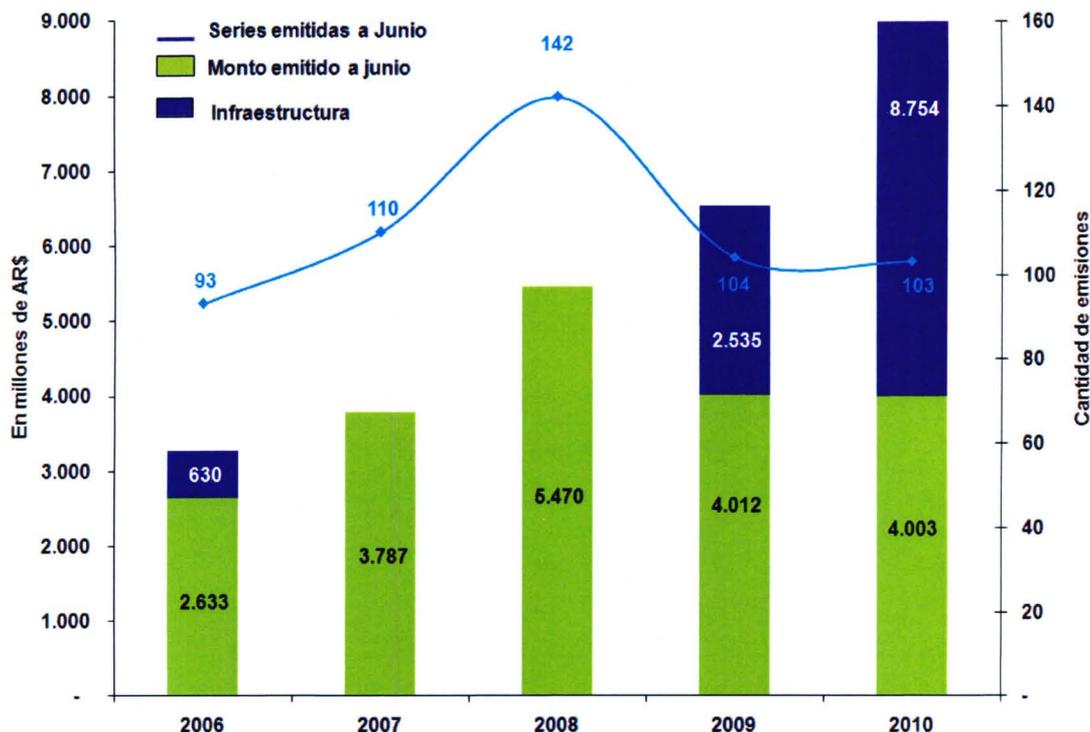
Siguiendo con el análisis general, el 85% de los bonos senior colocados fueron emitidos con cupón variable, y el 45% de los mismos tuvo una duration inferior a los 5 meses.

Las tasas de corte de los bonos senior en pesos, a tasa variable y con duration menor a 5 meses promediaron el 12,9%.

¹⁹⁴ Deloitte & Touche Corporate Finance S.A., “Banking – Newsletter de novedades financieras”; Numero 72, Julio de 2010.

En cuanto al margen promedio sobre BADLAR para los bonos emitidos a tasa variable, el mismo se ubicó en 3%.

Gráfico 7. Evolución de emisiones de fideicomisos financieros en pesos (excluyendo sintéticos). Período: ene-jul (2006-2010).



Fuente. Elaborado por Deloitte en base a información del BCBA.

Durante los primeros siete meses del año se emitieron 103 series por un monto total de \$12.757 (sin considerar fideicomisos sintéticos).

Si observamos este mismo período en 2009 y 2010, vemos que las emisiones relacionadas con infraestructura mantienen una importante participación en ambos períodos, superando el 37% en 2009 y el 68% en 2010. Por otro lado, las emisiones de series privadas continúan con tendencia decreciente por tercer año consecutivo, llegando a observarse una disminución de hasta un 26% si comparamos con el mismo período de 2008.

En cuanto a la cantidad de series emitidas, se observa una disminución del 1% respecto de 2009 y un 27% respecto de 2008.

7.2.3.1. El rol de las PyMEs dentro del mercado de capitales.

Según Miguel Benedit¹⁹⁵, "Las PyMEs son el motor de la economía, no sólo en Argentina sino en todos los países del mundo. Una de las principales características que tienen estas empresas es que su tamaño les permite ser "ágiles" y flexibles con lo cual se adaptan más fácilmente a cambios y pueden aprovechar mejor ciertas oportunidades. Dicho esto, me parece que la pregunta que nos deberíamos hacer es: ¿Cuál es el rol del mercado de capitales frente a las PyMEs?"

¹⁹⁵ Reporte de investigación y actualidad, entrevista a Miguel Benedit, Presidente de Cordeu y Benedit S.A. Sociedad de Bolsa. BCBA, www.bcba.sba.com.ar, 31/5/2010.



Claramente, la respuesta a esta pregunta es: brindarle productos sencillos y útiles para acercarlas. Aunque creo que hay mucho por hacer y por mejorar en este sentido, lo que se hizo en los últimos años desde la bolsa no es poco. Antes de la crisis de 2001 prácticamente no había productos para financiar empresas PyMEs fuera del circuito bancario, pero con la crisis de 2001 y la apropiación de los depósitos algo en la relación banco-empresa se rompió y se abrió una puerta para que el mercado de capitales se convierta en una alternativa válida para financiar a las PyMEs. De esta manera en diciembre de 2003 surge la negociación de cheques de pago diferido que, sumados a los fideicomisos financieros y las ON PyMEs, permitieron a más de 8000 PyMEs financiar sus proyectos en la bolsa; me parece que no está nada mal.

Nosotros, las Sociedades de Bolsa, debemos contribuir con este desarrollo cuidando los productos y dándoles servicios cada vez mejores a las empresas, derribando la creencia de que la bolsa es sólo para las grandes. Esta es la mejor forma de lograr el principal rol del mercado de capitales: canalizar el ahorro hacia los sectores productivos”.

En opinión de Franco Marcelo¹⁹⁶, “Tampoco parece haber un gran interés genuino y real por parte de las PyMEs debido a la falta de cultura financiera del empresario PyME argentino que no identifica al mercado de capitales como una alternativa de financiamiento accesible”.

Lerner Carlos¹⁹⁷ afirma que, “todo empresario debe entender que el mercado de valores no reemplaza a la acción de los bancos sino que actúa como fuente complementaria de financiamiento”.

En otros términos, no es que uno sea mejor que el otro sino que las PyMEs deben valerse de ambos para proveerse de capital. No obstante (aclara el entrevistado) “no todas están en condiciones de ingresar al circuito bursátil; o al menos, aprovechar el uso de los diversos instrumentos disponibles”. Por caso se monetizan cheques (propios o terceros) desde mil pesos hasta 360 días, aunque prevalecen los 80/90 días, lo que significa que cualquier empresa puede operar con ellos; pero para que prospere una ON o un fideicomiso, los requisitos son mas restrictivos ya que cada postulante debe acreditar balances impecables, sujetos a revisión periódica, y demostrar utilidades atractivas a los ojos de los inversores dispuestos a apoyar una firma con un millón de dólares o mas. En síntesis: nadie regala nada. Por eso, (agrega Lerner) “asesoramos a las PyMEs desde nuestra área comercial y una vez observada su documentación les aconsejamos continuar, detallándole los pasos a seguir, o les proponemos recurrir a una SRG para que los ayuden a adoptar la ingeniería financiera mas conveniente a sus posibilidades”.

En palabras de Diéguez Hugo¹⁹⁸, “El mercado de capitales es un recurso estratégico para la PyME, con esto quiero decir que en un contexto económico variable, la mas sufrida ante la restricción de créditos es la PyME y en esos casos si no tenes acceso al crédito puede poner en riesgo la continuidad de la empresa. Entonces, poder acceder al mercado de capitales, independientemente

¹⁹⁶ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.1.

¹⁹⁷ Lerner Carlos. Jefe del Departamento PyMEs de la BCBA, “La Bolsa de las PYMES”, Revista “Garantizar Noticias”, Edición N°45, Bs. As., Mayo 2010.

¹⁹⁸ Entrevista personal a Diéguez Hugo. Gerente Comercial de Garantía Valores S.G.R., realizada el 13/09/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.8.



que la tasa sea alta o no, es estratégico y las PyMEs lo deberían tener en cuenta aunque no lo usen”.

Destacamos la idea de que entre las PyMEs, no hay una adecuada cultura financiera, es decir que el empresario PyME no identifica claramente al mercado de capitales como una alternativa de financiamiento accesible a la cual pueda recurrir. Quizas no termine siendo la solución definitiva al problema de financiamiento pero sin dudas cumple el rol de complementar la estrategia financiera de la empresa. Entendemos que una de las claves consistirá entonces en generar productos sencillos y útiles que permita acercar a las PyMEs al mercado de capitales.

7.2.3.2. Departamento de PyMEs en la BCBA.

La BCBA, posee un departamento especializado en PyMEs con un régimen simplificado para operar. Uno de los canales a través de los cuales la Bolsa participa de la economía real cada vez en mayor medida es el financiamiento de capital de trabajo, negocios y proyectos de PyMEs.

A mediados de 2002 se crea el Departamento de PyMEs con el objetivo de informar a las PyMEs sobre los instrumentos disponibles, los elementos y las características necesarias para ingresar al sistema bursátil.

Las principales ventajas¹⁹⁹:

Además de las ventajas particulares que ofrece cada uno de los instrumentos de financiación disponibles para las PyMEs, y sumado a los beneficios fundamentales de financiarse a través del mercado de capitales, las PyMEs encuentran motivos específicos para recurrir a la Bolsa:

- El Departamento PyMEs de la BCBA las atiende en forma directa sin cargo alguno,
- Acceso a los agentes de bolsa interesados en la atención de PyMEs,
- En la Bolsa no existen productos "enlatados", los instrumentos se arman a la medida financiera de la PyME;
- Transparencia: la PyME conoce la tasa que percibe el inversor, los costos del agente de bolsa y de esta manera puede deducir fácilmente su tasa final o tasa activa.

Instrumentos de Financiación para PyMEs en la BCBA²⁰⁰:

1- Cheques de Pago Diferido:

El sistema de descuento de cheques de pago diferido en el mercado de capitales permite (por un plazo máximo de 360 días) adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa mediante dos modalidades: a) El sistema patrocinado, una PyME es autorizada por la BCBA para emitir cheques de pago diferido para el pago a proveedores, que pueden ser negociados en el mercado de capitales; b) El sistema avalado, donde las PyMEs pueden negociar cheques propios o de terceros (clientes), a través de una SGR.

2- Obligaciones Negociables:

Las obligaciones negociables son bonos privados que representan valores de deuda de la sociedad anónima y/o cooperativa que las emite y pueden ser

¹⁹⁹ <http://www.bcba.sba.com.ar> - Sección PyMEs.

²⁰⁰ <http://www.bcba.sba.com.ar> - Sección PyMEs.



colocadas entre el público inversor calificado mediante su cotización y negociación en la Bolsa.

El monto máximo de una emisión de ON PyME no puede superar los quince millones de pesos (\$15.000.000.-) por empresa ni el plazo de 5 años. Las emisoras pueden solicitar la autorización de cotización para una emisión a colocar en series sucesivas dentro del plazo máximo de dos años de otorgada aquélla.

3- Fideicomisos Financieros:

Todo lo referido a este tipo de instrumento, fue explicado en el marco teórico.

4- Acciones:

En la Bolsa, las PyMEs cuentan con un régimen simplificado de oferta pública y cotización, creado a efectos de que estas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos.

De esta manera, pueden abrir su capital incorporando nuevos socios a través del aumento del capital social, con la emisión de nuevas acciones.

Es de destacar que el Consejo de la BCBA resolvió en mayo de 2007, bonificar los aranceles que correspondan por derechos de estudio y de cotización de acciones emitidas por PyMEs.

Según Cassagne Ramón²⁰¹, “Una ventaja de los cheques de pago diferido es que no requieren autorización de la CNV lo cual facilita y agiliza su uso.

En cambio, las ON y los Fideicomisos Financieros tienen oferta pública y tienen que ser aprobados por la CNV. A su vez, no es obligatorio contar con el aval de una SGR pero si no está presente seguramente va a repercutir en una mayor tasa y se le va a dificultar mucho la colocación.

En términos de calificación crediticia, el parámetro que se utiliza generalmente es de autorizar para operar un monto equivalente a dos meses de facturación o el 50% del patrimonio neto y de ambos se toma el menor”.

Es importante aclarar que para operar en el mercado de capitales, es fundamental contar con el asesoramiento de una Sociedad de Bolsa²⁰².

7.2.3.3. Requisitos de información del mercado de capitales.

Llambías Ariel²⁰³ sugiere que, “Habría que diferenciar dos categorías dentro del Mercado de Capitales, una es la emisión pura de deuda, la cual conlleva formalidades a veces mayores a las que piden los bancos como Balances trimestrales e información de hechos relevantes que a nivel PyME requerirían muchos costos en estructura dedicada. No es un hecho menor ingresar a la oferta pública ya que requiere de mucha profesionalización. Una segunda opción es la emisión de Financiaciones estructuradas como pueden ser los fideicomisos financieros, los mismos tienen menos requisitos a nivel informativo ya que no hay un ingreso de la empresa en el régimen de oferta pública sino solo como Fiduciante de los activos que integraran en Fideicomiso”.

²⁰¹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.9.

²⁰² Las Sociedades de Bolsa articulan la relación entre quienes financian los proyectos o el capital de trabajo (los inversores) y la empresa. La función de estas Sociedades consiste en asesorar a la empresa durante todo el proceso de salida al mercado y realizar la colocación (venta) del instrumento de financiamiento emitido por la PyME.

²⁰³ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.7.



Para Cassagne Ramón²⁰⁴, “Muchas PyMEs no acceden al Mercado de Capitales simplemente por ignorancia del tema o porque no cuentan con profesionales idóneos que puedan asesorarlas y guiarlas en las presentaciones que deban hacer. Lo cierto es que la BCBA es de fácil acceso para las PyMEs y a su vez cuentan con un área creada específicamente para atenderlas de forma especial”.

Respecto de las garantías y la forma de calificar el riesgo, Ferreyra Jorge²⁰⁵ sostiene que “las calificadoras de riesgo deberían involucrarse y conocer mas en profundidad a las PyMEs, evaluar el riesgo que puedan tener, ver el flujo de fondos y a partir de ese flujo de fondos estructurar un financiamiento a la medida de cada empresa. No como lo hace el sistema tradicional que se enfoca principalmente en el aval hipotecario que cada socio pueda aportar”.

Se adjunta una planilla de requerimientos generales con los que se estudia la factibilidad de la empresa para operar en la BCBA²⁰⁶.

Entendemos que parte del problema consiste en que la BCBA exige una información prolijamente detallada, en tanto que la urgencia en disponer dinero fresco por parte de las PyMEs, es enemiga de este tipo de instrumentaciones. Pero claro, es ideal para pensar en un futuro, con tiempo, ya que además promueve cierto truck record que trasciende entre los inversionistas mas allá de cada colocación.

El mayor problema es que en general, las PyMEs están manejadas por sus propios dueños, que desde que comienza el día deben dedicarse a todo: Resolver la parte comercial, a correr tras los bancos, socorrer los problemas que surgen en la fábrica y al mismo tiempo pensar en alternativas financieras, sin conocer en detalle las herramientas que están disponibles, que existen en la BCBA, por lo que es necesario difundirlas y abrir el juego. Esto es, para que cada vez haya mas PyMEs que se financien en la Bolsa.

7.2.3.4. Evolución del financiamiento a las PyMEs en el mercado de capitales.

El Reporte mensual PyMEs de la BCBA²⁰⁷ a Julio de 2010 arrojo los siguientes datos:

- Nuevo récord histórico de montos negociados en cheques de pago diferido, \$106 millones.
- El total financiado a PyMEs durante julio de 2010 asciende a \$135 millones.
- Monto total financiado a PyMEs desde el 2do. Semestre de 2002, \$5.661 millones.

²⁰⁴ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.9.

²⁰⁵ Entrevista personal a Ferreyra Jorge. Socio Gerente de Ladam Group SRL, participación y estructuración de fideicomisos financieros e inmobiliarios, realizada el 10/06/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.4.

²⁰⁶ Ver texto en el Capítulo de Anexos, “Documentación a Presentar para el análisis preliminar para la solicitud de cotización en la BCBA”, Sección N°11.4.

²⁰⁷ BCBA; “Reporte mensual PyMEs”; Desarrollo comercial y PyMEs, Reporte mensual, Agosto 2010; <http://www.bcba.sba.com.ar>

- Cantidad de PyMEs financiadas desde el 2do. Semestre de 2002, 8.746 empresas.

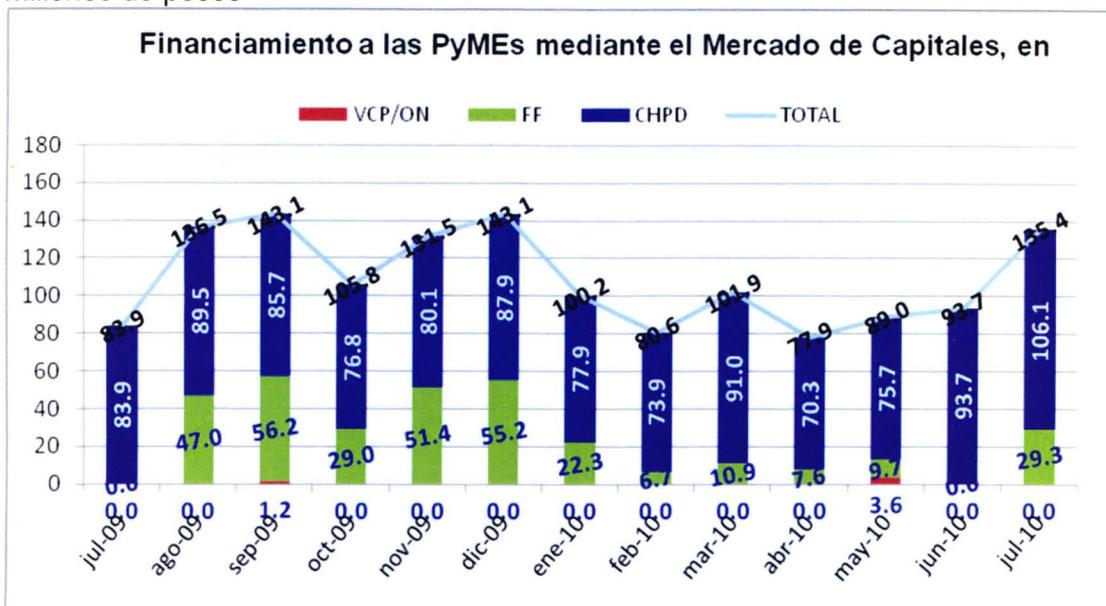
Cuadro 21. Totales negociados por instrumento

Totales Negociados por Instrumento							
	Valores de Corto Plazo Obligaciones Negociables		Fideicomisos Financieros		Cheques de pago diferido		Totales por mes
	Emisiones	Monto en \$	Emisiones	Monto en \$	Emisiones	Monto en \$	Monto en \$
jul-09	0	0	0	0	3.082	83.926.190	83.926.190
ago-09	0	0	3	46.962.577	2.358	89.511.481	136.474.058
sep-09	1	1.155.300	3	56.180.216	3.088	85.682.318	143.017.834
oct-09	0	0	2	28.951.834	2.921	76.847.685	105.799.519
nov-09	0	0	4	51.357.107	3.079	80.059.827	131.416.934
dic-09	0	0	3	55.244.287	3.082	87.923.776	143.168.063
ene-10	0	0	3	22.272.440	2.989	79.900.856	102.173.296
feb-10	0	0	1	6.695.675	2.532	73.950.953	80.646.628
mar-10	0	0	2	10.905.406	3.471	91.045.006	101.950.412
abr-10	0	0	1	7.611.756	3.06	72.174.870	79.786.626
may-10	1	925	1	9.674.410	3.43	77.874.033	88.473.443
jun-10	0	0	0	0	4.019	93.699.014	93.699.014
jul-10	0	0	1	29.277.672	3.658	106.071.779	135.349.451
Total 09 (*)	3	8.840.500	24	334.609.677	31.427	881.858.008	1.225.308.185
Total 10 (**)	1	925.000	9	86.437.359	23.159	594.716.510	682.078.869
(**): Enero 2010 a Julio 2010				(*): Enero 2009 a Diciembre 2009			

Fuente: Departamento PyMEs de la BCRA.

Del cuadro expuesto, podemos observar que del volumen total medido en Pesos (\$) de operaciones PyMEs que realizó la BCBA entre enero 09 a diciembre 09, el fideicomiso financiero ocupa el segunda lugar de operaciones con \$334.609.677 para el año 2009 respecto de los cheques diferidos que están en primer lugar con \$881.858.008 y de las obligaciones negociables que están en tercer lugar con \$8.840.500. Si a las operaciones del año 2009 le sumamos los datos parciales que van de enero a julio 2010 para cada tipo de operación, se sigue manteniendo el mismo orden, es decir, el fideicomiso financiero sigue estando en segundo lugar.

Gráfico 8. Financiamiento a las PyMEs mediante el mercado de capitales, en millones de pesos



Fuente: CEFIDAR, en base a información diaria del BCRA.

Según la información suministrada por el Departamento PyMEs de la BCBA, en el mes de julio de 2010, el financiamiento a las PyMEs a través del mercado de capitales alcanzó un nivel de \$135,4 millones, mostrando un incremento de \$41,7 millones (44,5%) respecto a junio de 2010.

Por su parte, en julio de 2010, la negociación de Cheques de Pago Diferido (CHPD), por segundo mes consecutivo, volvió a superar su máximo histórico aumentando, en relación al mes anterior, un 13,2% (\$12,4 millones) y respecto al mismo mes de 2009 en 26,4% (\$22,2 millones). De esta forma, en julio se realizaron 3.658 operaciones por \$106,1 millones, con una tasa de interés promedio para ambos sistemas (Avalado y Patrocinado) del 11,6%.

Por otra parte, también se registró una operación de Fideicomiso Financiero por \$29,3 millones en el mismo mes de julio de 2010.

En opinión de Leandro Trigo²⁰⁸, “En la actualidad el principal instrumento que utilizan las PyMEs para financiarse en el mercado es el Cheque de Pago Diferido (CPD) avalado. Hay Fideicomisos Financieros, son una herramienta muy importante, pero se emiten en menor medida para este tipo de compañías. Creo que los CPD tienen una gran ventaja para las PyMEs, por su velocidad transaccional. ... Lo que no debemos perder de vista en el tema de los plazos es que detrás de los CPD existe una actividad económico-financiera de una empresa y es el giro de su negocio, de su capital de trabajo, lo que en definitiva hace que el volumen de CPD se termine concentrando entre los 90 y 120 días”. A su vez, Leandro Trigo continúa diciendo “En el caso del CPD hay un límite

normativo de 360 días y ... que el grueso del monto negociado se mantenga en el tramo de 90 a 120 días no tiene que ver con la falta de inversores sino con la naturaleza de los negocios que se financian; el CPD es un instrumento para financiar capital de trabajo y el período de rotación promedio es éste.

²⁰⁸ Reporte de investigación y actualidad, entrevista a Leandro Trigo, Director de SBS Asset Management SA SGFCI. BCBA, www.bcba.sba.com.ar, 08/07/2010.



Si pensamos en más de 360 días, es decir financiamiento de capital fijo, tenemos que hablar de Obligaciones Negociables PyME (ON PyME) y Fideicomisos Financieros. En el caso de la ON PyME, que no haya tenido un desarrollo similar al del CPD no tiene que ver con una predisposición de los Fondos de Inversión de suscribir o no este instrumento sino con una cuestión de idiosincrasia de la PyME y la naturaleza de la Obligación Negociable. Hay una cuestión fundamental para explicar porqué el éxito del CPD no se percibe aún en el mercado de ON PyME y es la velocidad transaccional y simplicidad operativa: el CPD es rápido y no requiere de una estructuración costosa.

Un ejemplo de ello es que la mayoría de las PyMEs de nuestro país están conformadas como SRL, con lo cual para emitir una ON ya requieren de una modificación estatutaria (por ejemplo, transformarse en sociedad anónima), lo que implica, desde el inicio, realizar un paso adicional a la emisión del CPD.

Creo que las SGR representan un círculo virtuoso en términos de tasa, plazo, velocidad transaccional y transparencia. Estos son los cuatro pilares fundamentales en el régimen de Cheques de Pago Diferido avalado, pero la PyME se está perdiendo algo importante si utiliza sólo este instrumento, que es crear su propia historia en el mercado de capitales; con el CPD avalado ésta historia queda en el anonimato.

La ON PyME es el instrumento para darse a conocer, aún teniendo el aval de la SGR. El caso emblemático es Álvarez Hnos., que es una PyME que utilizó el aval de SGR para la emisión de Obligaciones Negociables PyME, y fue haciendo su propia historia en el mercado de capitales.

El empresario que entienda que está creando su propio camino en el mercado es el que mejor provecho le va a sacar a este círculo virtuoso de financiamiento PyME con aval de SGR a través de la bolsa.

Creo que el ámbito y el mercado existen, los jugadores están presentes, estamos en un proceso de maduración y vamos en el camino correcto. A medida que se acerquen más PyMEs a hacer ON con SGR vamos a tener un efecto contagio positivo”.



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas



Cuadro 22. Fideicomisos colectivos de fiduciarios PyMEs²⁰⁹

Denominación	Sector	Fecha de colocación	Moneda	Monto Colocado	Vto	Garantía	Cant. de empresas	Destino de los fondos	Provincias
Agro Alianza I	Agropecuario	ene-09	u\$s	2.325.000	sep-09	SGR	24	Soja, maíz y girasol.	Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos.
Agro Finance IV	Agropecuario	feb-09	u\$s	5.532.112	ago-09	SGR	22	Insumos y productos agroquímicos	Buenos Aires, Tucumán, La Pampa y Santa Fe.
La Agropecuaria I	Agropecuario	feb-09	u\$s	1.500.000	ago-09		2	Soja, trigo, cebada, colza, maíz, girasol, sorgo y soja de segunda.	Buenos Aires.
Aval Rural X	Agropecuario	ago-09	u\$s	8.075.000	ago-10	SGR	38	Maíz, trigo, girasol y soja.	Buenos Aires, Córdoba, Entre Ríos, Salta, y Santa Fe.
Puente PyMEs I	Sector Mixto	sep-09	u\$s	1.851.274	sep-12	SGR	8	Varios.	Buenos Aires, Catamarca, Mendoza, Misiones y Salta.
Don Mario VI	Agropecuario	sep-09	u\$s	4.448.941	jun-10	SGR	27	Semillas.	Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe.
Aval Rural XI	Agropecuario	sep-09	u\$s	8.337.000	ago-10	SGR	51	Maíz, trigo, girasol y soja.	Buenos Aires, Córdoba, Entre Ríos, La Pampa, Salta y Santa Fe.
Agro Aval VIII	Agropecuario	oct-09	u\$s	5.509.400	jun-10	SGR	66	Soja.	Buenos Aires, Córdoba, Salta, Chaco, Santa Fe, Tucumán, Jujuy y La Pampa.
MultiPyME IX	Agropecuario	oct-09	u\$s	2.035.000	ago-10	SGR	13	Soja, maíz y girasol.	Entre Ríos, Santa Fe, Salta, Córdoba y Buenos Aires.
Agro Aval IX	Agropecuario	nov-09	u\$s	6.326.000	jun-10	SGR	97	Soja.	Buenos Aires, Córdoba, Salta, Chaco, Santa Fe, Tucumán y La Pampa.
Don Mario VII	Agropecuario	nov-09	u\$s	3.706.781	jul-10	SGR	41	Semillas.	Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe, Buenos Aires y Chaco.
Agro Alianza II	Agropecuario	nov-09	u\$s	2.460.000	jul-10	SGR	35	Maíz y soja.	Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe, Buenos Aires y Chaco.
Agro Aval X	Agropecuario	dic-09	u\$s	5.686.500	jul-10	SGR	65	Soja.	Buenos Aires, Córdoba, Salta, Chaco, Santa Fe, Tucumán y CABA.
SecuPyME XXXIV	Agropecuario	dic-09	u\$s	1.225.000	ago-10	SGR	9	Soja.	Buenos Aires, Entre Ríos, Santa Fe, Salta y Córdoba.
Agro Aval XI	Agropecuario	dic-09	u\$s	7.583.100	abr-10	SGR	99	Maíz, trigo, girasol y soja.	Buenos Aires, Córdoba, Salta, Santa Fe, Catamarca, Corrientes La Pampa y CABA.
Granar III	Agropecuario	ene-10	u\$s	2.760.000	nov-10	SGR	11	Soja.	Córdoba, Santa Fe, Buenos Aires, La Pampa y CABA.
MultiPyME X	Agropecuario	ene-10	u\$s	1.955.000	ago-10	SGR	20	Soja, maíz y girasol.	Entre Ríos, Santa Fe, Salta, Córdoba, Corrientes, Formosa, Santiago del Estero y Buenos Aires.
Cofina I	Agropecuario	ene-10	u\$s	1.125.000	dic-10	SGR	10	Soja.	Buenos Aires, Córdoba y CABA.
Aval Rural XII	Agropecuario	jul-10	u\$s	7.446.000	jul-11	SGR	31	Maíz, trigo, girasol y soja.	Buenos Aires, Córdoba, Entre Ríos, La Pampa y Santa Fe.

Cantidad de emisiones	4	Cantidad de PyMEs	72	Total emitido en \$	51.550.112	Total emitido en U\$S	13.286.000
-----------------------	---	-------------------	----	---------------------	------------	-----------------------	------------

Fuente: Departamento PyMEs de la BCRA.

²⁰⁹ BCBA, Sección PYMES, Reporte mensual; <http://www.bcba.sba.com.ar>; julio 2010.



Es llamativo observar que todos los fideicomisos colectivos emitidos durante el período enero 2009 a julio 2010 corresponden a PyMEs agropecuarias. Es decir que no se emitió ningún fideicomiso colectivo de PyMEs de industria, comercio, servicio o construcción. Asimismo, en lo que va del año 2010, hasta el mes de julio, solamente se emitieron cuatro fideicomisos colectivos de fiduciantes PyMEs, todos ellos en moneda dólar, avalados por SGR y a plazos que no superan los 12 meses.

Los fideicomisos detallados precedentemente son avalados en su mayoría por Garantizar SGR, que expone una reconocida trayectoria en la estructuración de este tipo de operaciones, donde las PyMEs beneficiarias emiten valores representativos de deuda, que al término del plazo acordado saldan con parte del producto (generalmente commodities agropecuarios) a cuya elaboración destinan el fondo recibido. El fiduciario administra, en beneficio de los titulares de los valores, que la propiedad de aquellos bienes que quedan afectados durante el ciclo de de producción, abonando a su cierre el capital dispuesto por los inversores mas los intereses que correspondan. Se trata de operaciones colectivas, nominadas en pesos o moneda extranjera, que involucran simultáneamente a muchos PyME/productores que toman parte del fideicomiso emitido en función de efectuar su entrega final a un mismo agente, habitualmente exportador. En caso de ocurrir un incumplimiento es la SRG quien finalmente honra todos los compromisos asumidos.

Según Cassagna Ramon²¹⁰, “El fideicomiso financiero es una muy buena alternativa de financiación para las PyME. Una de sus ventajas es que puede llegar a nuclear a un grupo de PyMEs en un mismo instrumento pudiendo financiarse con distintos montos, a eso se lo conoce como fideicomiso financiero colectivo. ... Este es un buen instrumento para empresas PyME que tengan un negocio rentable a pesar de no contar con tanta solidez.

El fideicomiso financiero es un instrumento que todas las PyMEs pueden utilizarlo. El sector agrario es el que más lo utiliza. Esto se debe a que el bien a fideicomitir va a ser el mismo para todas las PyMEs que se quieran agrupar para armar el fideicomiso financiero colectivo.

Es importante destacar que en el último tiempo disminuyo mucho su uso debido a las últimas reformas que hizo el Estado en materia del impuesto a las ganancias que ahora deben pagar los certificados de participación de los fideicomisos financieros con oferta pública. Esto hizo que muchas empresas que operaban con el fideicomiso lo cambien por los valores de corto plazo (VCP)”.

En términos de Juan Jorquera²¹¹, “Para ciertas actividades, dentro del financiamiento para capital de trabajo, se utiliza mucho el Fideicomiso Financiero. Hay dos programas que ya son un clásico del mercado; los SecuPyMES y los MultiPyMEs. En este caso lo que estamos financiando es a los productores de distintas actividades agropecuarias que a través del acceso a los fideicomisos se hacen del capital de trabajo para sembrar y llevar adelante la cosecha.

Este instrumento se realiza con un conjunto de productores, nosotros hacemos desde la selección de riesgo hasta la colocación del fideicomiso en el mercado. Acompañamos a todos los productores en todo el proceso del fideicomiso, habiendo obtenido muy buenos resultados el año pasado, especialmente en la tasa.

²¹⁰ Ver texto en el Capítulo de Anexos, Cuadro N°11.1.9.

²¹¹ Reporte de investigación y actualidad, entrevista a Juan Jorquera, Gerente Financiero y de Mercado de Capitales de Garantizar SGR. BCBA, www.bcba.sba.com.ar, 21/4/2010.



El último MultiPyME se colocó en el mes de enero a una tasa de corte del 2 y ½% en dólares. El éxito de estos fideicomisos tiene que ver con que Garantizar es garantía preferida A dentro del Banco Central, y por este motivo somos elegibles para ciertas inversiones de bancos.

Este año estamos trabajando muy fuerte en el tema de los costos, tratando siempre que la PyME termine pagando lo menos posible”.

A su vez, Juan Jorquera agrega “Pienso que todo lo que estamos viendo llegó para quedarse. Operaciones récords de Cheques de Pago diferido, Fideicomisos Financieros exitosos; esto llegó para permanecer. Además veo venir otros productos como los estructurados y un mercado que financiará el mediano y largo plazo. Nosotros, por ejemplo, estamos apostando a algún tipo de Fideicomiso Financiero que no esté ligado exclusivamente al agro”.

Cuadro 23. Fideicomisos individuales de fiduciantes PyMEs²¹²

Denominación	Sector	Fecha de colocación		Monto Colocado	Vto.	Garantía
Rizzibono V	Comercial	ene-09	\$	6.773.908	nov-10	-
Otero IX	Comercial	ene-09	\$	18.664.685	nov-11	-
Meroli XIII	Comercial	feb-09	\$	7.546.764	sep-11	-
Bonesi XXII	Comercial	feb-09	\$	18.721.654	jul-11	-
Stoller II	Industrial y Comercial	abr-09	u\$s	2.112.963	oct-09	-
Rizzibono VI	Comercial	jun-09	\$	3.898.922	jul-10	-
Meroli XIV	Comercial	ago-09	\$	7.673.070	abr-12	-
Cerrito I	Consumo	ago-09	\$	8.386.482	abr-12	-
Rizzibono VII	Comercial	nov-09	\$	3.706.443	abr-11	-
Cerrito II	Consumo	feb-10	\$	6.695.675	abr-13	-
Rizzibono VIII	Consumo	mar-10	\$	5.944.938	ago-11	-
Euroamericana II	Comercial	mar-10	\$	4.960.468	ago-13	-
Nutrientes I	Agropecuario	abr-10	u\$s	1.965.846	jul-10	SGR
Crédito Solidario I	Consumo	may-10	\$	9.674.410	may-15	-

Cantidad de emisiones	Total emitido en \$	Total emitido en U\$S
5	34.887.247	9.000.817

Fuente: Departamento PyMEs de la BCRA.

En el informe de fideicomisos individuales podemos observar que casi todos son comerciales o de consumo siendo prácticamente nula la presencia de fideicomisos de la construcción, servicios e industria. De enero a julio del año 2010 se emitieron solamente 5 fideicomisos individuales de PyMEs. A diferencia de los fideicomisos colectivos, se destaca la presencia de plazos de más de 12 meses, de haber podido prescindir de la utilización de garantías de SGR y la emisión de fideicomisos en \$ y en U\$D.

Según Diéguez Hugo²¹³, “Las empresas de consumo de electrodomésticos y las del Agro son las que mas están operando ya que son las únicas que logran formar una masa crítica que permite armar estructuras, que puedan soportar los costos de emisión, sin llegar a generar un alto impacto en el costo financiero

²¹² BCBA, Sección PyMEs, Reporte mensual; <http://www.bcba.sba.com.ar>; julio 2010.

²¹³ Ver texto en el Capítulo de Anexos, Cuadro N°11.1.8.



total. Son además créditos que se pueden homogeneizar, tanto por características como plazos.

Si las estructuras son chicas, los costos fijos impactan con demasiado peso haciendo inviable la emisión”.

Referido al Fideicomiso Financiero con oferta pública, continua diciendo “operativamente no es un instrumento apto para todo tipo de empresas. En nuestra experiencia, es solo viable con este instrumento avalar PyMEs que formen parte de una cadena de valor de una gran empresa.

... Para hacer un fideicomiso individual tiene que ser una PyME de envergadura. Si es un entramado de PyMEs chicas tiene que ir de la mano de un fiduciante que pueda fortalecer su cadena de valor, de otra forma sería imposible asumir los costos”.

Por su parte, el diario El Cronista²¹⁴ informa que “El mercado de fideicomisos sigue recibiendo golpes. Ayer, la cadena de electrodomésticos Otero, de La Plata, se presentó en concurso preventivo y se convirtió así en la tercera empresa del sector en llegar a esa instancia por culpa de sus agobiantes problemas financieros”. “Además de Otero, este año se presentaron en concurso las cadenas de artículos para el hogar Bonesi y Saturno Hogar. El caso más resonante fue el de Bonesi, debido a que esa compañía decidió retener de forma ilegal el dinero que cobraba por los créditos de consumo. Con esos fondos debía pagar luego a los inversores que tenían fideicomisos de la empresa”.

Según Boero Federico²¹⁵, “el problema de los fideicomisos que cayeron fue por el armado de la estructura legal que había atrás que no tenía la rigurosidad que debería haber tenido”.

Si bien estas tres empresas no son PyMEs, provocaron un efecto negativo y de incertidumbre en los inversores de la BCBA respecto de los fideicomisos financieros.

En síntesis y en base a la información expuesta, observamos que en la BCBA los fideicomisos PyMEs corresponden solamente a empresas del sector agropecuario y comercial/consumo (especialmente PyMEs de electrodomésticos) teniendo prácticamente nula participación los demás sectores de la economía. Se destaca también la incapacidad de los sectores como la industria, servicios y la construcción para poder utilizar el fideicomiso como instrumento de financiamiento en la BCBA. Estimamos que esto se debe en parte a que no logran formar un monto mínimo suficiente que permita armar estructuras que puedan soportar los costos de la emisión, sin llegar a generar un alto impacto en el costo financiero total que torne antieconómica la operación. Debido a la importancia de los costos, lo estudiaremos en detalle más adelante de forma especial.

²¹⁴ Diario El Cronista; Clara Agustoni; “Otra cadena que emite fideicomisos se presentó en concurso”; <http://www.cronista.com>; Bs. As., 14-08-2009.

²¹⁵ Entrevista personal a Boero Federico, Gte. Comercial Corporativo e Institucional, en el área de Negocios Corporativos e Institucionales de Allaria Ledesma & Cia. Soc. de Bolsa, realizada el 04/10/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.15.



7.2.4. La securitización y su evolución en nuestro país.

En términos de Porto José²¹⁶, dentro del marco latinoamericano, la Argentina es el país con mayor desarrollo en securitización. La Nación ha tenido, hasta la declaración del default, un buen acceso a los mercados internacionales, junto con México y, en menor medida, Brasil.

Los bancos son los grandes protagonistas de este producto, como fiduciantes, fiduciarios u organizadores.

Uno de los principales fiduciantes es el Banco Hipotecario S. A., que concretó emisiones, con securitizaciones de hipotecas propias y de terceros, con el objeto de hacerse de fondos y volver a prestar, para reforzar su presencia en este mercado; formando en 1999 una sociedad con la Corporación Financiera Internacional y Deutsche Bank.

También han tenido un papel destacado como fiduciantes, los bancos:

- Saenz, con las distintas series del fideicomiso Consubond, formado a partir de la securitización de créditos de Frávega, por casi U\$S180 millones.
- Macro Bansud, que estructuró fideicomisos financieros con distintos activos subyacentes, desde prendas hasta préstamos a provincias, con garantía de coparticipación federal.
- Supervielle (ex Banco Banex, Banco de San Luis y Exprinter), que conformó un fideicomiso, con 17.000 cheques de pago diferido, por U\$S30 millones.
- Otros ejemplos dentro de las entidades financieras, son las operaciones realizadas por Banco Industrial de Azul, las compañías financieras Luján Williams, Columbia, etc.

Según Porto José, en los últimos años, podemos observar que las transacciones estructuradas, han tenido como originantes principales, a grandes cadenas de electrodomésticos, hipermercados o shoppings; con poca participación las entidades financieras, dada la escasa cantidad de préstamos otorgados desde la crisis de 2002 y prácticamente nula participación de las PyMEs.

Dentro de las empresas privadas no financieras, se destacan las operaciones de Aerolíneas Argentinas (Aerocard), YPF S.A., TGS, Molinos y Comafi.

Algunos de los grandes fiduciarios son: ABN AMRO, MBA, First Trust of New York, BBV Francés, etc.

Habiendo participado como arrangers u organizadores, entre otros, Deloitte & Touche Corporate Finance, Ernst & Young, etc.

Según Llambias Ariel²¹⁷, "Muchas veces es bueno apalancarse en los activos de las empresas, carteras de créditos sanas y adecuadas políticas de originación hacen posible que esas carteras puedan securitizarse, venderse o ser otorgadas en garantía, para mejorar el riesgo inherente a la PyME".

²¹⁶ Porto José Manuel; Ob. Cit.

²¹⁷ Ver texto en el Capítulo de Anexos, Cuadro N°11.1.7.



Hasta el momento, el inversor individual ha tenido poca participación en estas operatorias; siendo grandes compradores de las mismas, las compañías de seguro, los bancos y, en algunos casos, inversores extranjeros. Cabe destacar la desaparición de las AFJP's y el resurgimiento de la ANSES como grandes inversores.

Todas las PyMEs podrían acceder potencialmente a estructurar una securitización. El problema es que no todas logran reunir las condiciones o volumen de créditos para poder estructurar un fideicomiso. Por ejemplo, observamos esta limitación al momento de tener que constituir una cartera de créditos, con un determinado grado de homogeneidad. En tal sentido, las únicas empresas que han logrado usar esta herramienta exitosamente son las empresas agropecuarias (cesión de derechos crediticios provenientes de la venta de cosechas futuras de granos u oleaginosas) y las de consumo de electrodomésticos (cesión de carteras de crédito, cupones de tarjetas de crédito).

7.2.5. SGR, otorgamiento de avales y contragarantías.

Las dos SGR mas significativas en el mercado financiero por volumen de operaciones, montos y trayectoria, son Garantizar SGR (el Banco de la Nación Argentina fue su Primer Socio Protector y Fundador) y Garantía de Valores SGR (El socio protector principal es la Caja de Valores S.A. Cuyos accionistas son la B.C.B.A. y el Mercado de Valores de Buenos Aires).

En la operatoria del Fideicomiso, la PyME puede acudir a una SGR, a fin de que garantice sus obligaciones, con el objeto de darle mayor certeza de cumplimiento al fideicomiso y que como consecuencia del menor riesgo percibido por parte del inversor, se obtenga una tasa de interés mas baja.

Desde el momento que el fideicomiso cuenta con el aval de una SGR, el riesgo del inversor disminuye considerablemente, ya que cuenta con la certeza de que la SGR responderá ante él, si el fideicomiso eventualmente no cumpliera. De esta manera, al acotarse el riesgo, disminuye la tasa de financiamiento para la PyME.

Para que la PyME pueda acceder a este tipo de garantía, posteriormente a su ingreso como socio participe, deberá presentar a la SGR la documentación necesaria para superar un proceso de análisis como sujeto de crédito, lo cual calificara para la gestión de líneas de créditos en el mercado financiero.

En estos casos los acreedores evaluarán la solicitud de la PyME considerando la garantía emitida por la SGR, permitiéndole acceder a plazos mas extensos de financiamiento y a tasas mas competitivas.

7.2.5.1. Pasos para obtener una garantía.

- 1- la PyME define su necesidad de financiamiento y el tipo de garantía apropiada.
- 2- De acuerdo a sus características y a la operación elegida, se presenta la documentación pertinente para:
 - a. definir su carácter de pequeña o mediana empresa.
 - b. solicitar su incorporación como socio partícipe.
 - c. realizar su análisis de riesgo integral y calificación crediticia. Para ello, deberá tener normalizada su situación impositiva y previsional.



- 3- La S.G.R. acepta a la PyME como socio partícipe, define una calificación crediticia y una/s línea/s de garantías. Se solicitan las contragarantías apropiadas para avalar el certificado de garantía definido.
- 4- Junto con el socio partícipe, se analizan las mejores opciones de financiamiento dentro de la cartera de productos y líneas de crédito que la SGR posee convenidas con Bancos y otros monetizadores.
- 5- La PyME presenta las contragarantías solicitadas como aval del certificado.
- 6- Se emite el certificado de garantía en las condiciones pactadas y se presenta ante el monetizador elegido (entidad bancaria, mercado de capitales, empresas proveedoras, etc.) para el desembolso del crédito.

Consideramos importante destacar que respecto del paso N°5, se destaca que en la mayoría de los casos está presente el requerimiento de tener que aportar garantías reales (inmuebles) por parte de las PyMEs o de sus socios para poder acceder a una garantía de SGR. Consecuentemente, este requerimiento termina generando uno de los principales obstáculos o trabas que se le presenta a las PyMEs al momento de solicitar una garantía.

7.2.5.2. Beneficios de obtener una garantía de SGR.

La SGR ofrece a las PyMEs, la posibilidad, a través del otorgamiento de garantías, de acceder a distintas alternativas de financiación del mercado, lo que se traduce en la obtención de los siguientes beneficios:

- 1- Acceso a financiamiento de mediano y largo plazo.
- 2- Reducción de costo de acceso a crédito.
- 3- Mejora de capacidad negociadora de cara al sistema financiero.
- 4- Asistencia técnica para la elaboración de proyectos complejos.

Sobre el tema, Juan Jorquera²¹⁸ opina que “Como SGR Garantizar debe buscar flexibilidad y alternativas convenientes para sus socios, al tiempo que resguarda la salud de su fondo de riesgo. De esta manera y a diferencia de las tradicionales garantías con las que se maneja el sistema financiero, la Sociedad posee ciertas ventajas diferenciales para sus socios.

En lo que respecta a líneas de corto plazo, las que generalmente financian el capital de trabajo de la empresa, Garantizar enfoca su análisis principalmente en el flujo de fondos proyectado y toma como contragarantía los avales personales de los accionistas.

En cuanto a las líneas de mediano y largo plazo, garantías para acceder a créditos de compra de bienes de capital o financiación de proyectos de inversión, se suma al flujo de fondos y los avales personales una contra garantía real. Generalmente esta contragarantía real se constituye con el bien que se está adquiriendo o la planta donde se va a desarrollar el proyecto de inversión.

En este último aspecto es muy importante resaltar que Garantizar otorga garantías para financiar hasta el 80% del bien a adquirir cuando el mercado en general no supera el 60%.

Asimismo y en lo que hace a las hipotecas, el aforo con el que opera la sociedad es del 20% cuando el mercado en general llega al 100%. Es decir que el

²¹⁸ Reporte de investigación y actualidad, entrevista a Juan Jorquera, Gerente Financiero y de Mercado de Capitales de Garantizar SGR. BCBA, www.bcba.sba.com.ar, 21/4/2010.

mercado busca una relación de “dos a uno” mientras que Garantizar opera en el “uno veinte a uno”.

Por último, es importante resaltar que Garantizar acepta bienes como contragarantía destinados a la producción, como por ejemplo la prenda sobre un bien específico o la planta industrial, mientras que el mercado financiero muchas veces exige contragarantías con mejor valor de realización de mercado”.

Finalmente, Juan Jorquera agrega que el aval personal no debería intimidar a las PyMEs, ya que lo que se pretende con la firma del aval es demostrar un compromiso del empresario con su proyecto.

7.2.5.3. Montos avalados por tipo de instrumento.

A fin de estudiar la participación de los avales otorgados por las SGR’s en los fideicomisos, a continuación analizaremos los montos totales avalados en el mercado en general aperturado por tipo de instrumento.

Cuadro 24. Montos avalados en el mercado general por las SGR’s detallado por tipo de instrumento²¹⁹.

LÍNEA	TOTAL 2008		TOTAL 2009	
	Monto Gtías. Mercado*	%	Monto Gtías. Mercado*	%
Entidades Financieras	361	29%	410	29%
Fideicomisos Financieros	304	24%	160	12%
Cheques de Pago Diferido	593	47%	820	59%
TOTAL	1258	100%	1390	100%

Fuente: Garantizar SGR y relevamiento de mercado.

* Nota: Montos expresados en millones de Pesos.

En el año 2008, se emitieron avales de SGR’s por un monto total de \$1258 millones de pesos, de los cuales \$304 millones de pesos fueron aplicados a la instrumentación de fideicomisos financieros lo que representa un 24% del total avalado en el mercado general.

Respecto del año 2009, se emitieron avales de SGR’s por un monto total de \$1390 millones de pesos (11% más que el año 2008), donde solamente \$160 millones de pesos fueron aplicados a la instrumentación de fideicomisos financieros lo que representa apenas un 12% del total avalado en el mercado general. Se observa una notoria baja de los avales destinados a fideicomisos financieros principalmente por la eliminación de exenciones fiscales que beneficiaban su uso²²⁰. Se estima que, de no mediar cambios, en el año 2010 se verá reflejada la misma tendencia del año 2009.

En opinión de Diéguez Hugo²²¹ “... en el año 2008 avalamos fideicomisos financieros por casi 25 millones de dólares de empresas de dicho sector. Operamos con las cadenas de valor de empresas como Dow, Dupont o Profertil, avalando ante las mismas a PyMEs productoras que le compran agroinsumos.

²¹⁹ Revista “Garantizar Noticias”; Edición N°45, Bs. As., Mayo 2010.

²²⁰ Ver detalle ampliado en la sección “Tratamiento fiscal del fideicomiso” del “Análisis de situación”.

²²¹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.8.



Luego se securitizan las facturas avaladas por nosotros vía la figura de un fideicomiso financiero con oferta pública. Básicamente esto le permite a las PyMEs financiar parte de la campaña, a cuyo fin, con lo producido cancelan la operación.

Nosotros, por nuestro origen, concentramos la mayoría de nuestros avales en operaciones de mercado de capitales. Básicamente en descuento de cheques de pago diferido y fideicomisos financieros.

Si son operaciones de más largo plazo las canalizamos con las entidades financiera, ya que el mercado de capitales en estos momentos presenta muy pocas posibilidades para financiarse a largo y mediano plazo”.

7.2.6. El financiamiento privado.

El consenso de la mayoría de los entrevistados nos dice que una de las principales formas de financiamiento de las PyMEs es utilizar fondos propios.

De acuerdo con Cassagne Ramon²²², “Al tener restringido el acceso al crédito, vemos que las PyMEs se financian con capital propio. Esto se puede observar de dos maneras, por un lado los empresarios apuestan en sus empresas e invierten las utilidades de la empresa, por el otro, al no tener acceso al crédito se les dificulta el crecimiento en el largo plazo. Cuando la empresa no da ganancia se hace casi imposible su crecimiento”.

Nos resulta importante destacar esto último, si la empresa no da ganancia, se hace casi imposible su crecimiento ya que tanto el sistema bancario como el mercado de capitales se mostraran reticentes a financiar una empresa que da pérdidas. Que una PyME de ganancias es un factor clave para la sustentabilidad, viabilidad de su plan de negocios y su posterior acceso al financiamiento.

Según Pertierra Canepa Francisco²²³, “están los fideicomisos ordinarios donde predominan los relacionados al mercado inmobiliario y el sector agrícola pero esta difundido en cualquier tipo de industria, nosotros tenemos casos de turismo, de industria minera, etc. A su vez, lo que se usa es el fideicomiso de garantía”.

Para Cosentino Héctor²²⁴, en el ámbito privado, el fideicomiso mas utilizado es el aplicado a la construcción.

Resulta difícil establecer un indicador claro del nivel de financiamiento privado en el mercado financiero debido a que no se dispone de información oficial al respecto. De todas formas, en base a las entrevistas realizadas y a la escasa bibliografía e informes referidos al tema que hemos podido consultar, podemos presumir que una importante cantidad de PyMEs se financia con fondos propios o prestamos de inversores amigos o familiares en el ámbito privado, es decir, sin la intervención de entidades financieras. Respecto del uso del fideicomiso, en este ámbito el más utilizado es el fideicomiso de garantía. El principal inconveniente de esta modalidad es que en el ámbito privado hay menor cantidad de exenciones impositivas para los inversores, especialmente en lo

²²² Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.9.

²²³ Entrevista personal a Pertierra Canepa Francisco, Director Ejecutivo de la Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa (AAFyFID), Integrante del equipo del prestigioso Estudio del economista Dr. Joaquín R. Ledesma como responsable del Departamento de Management Estratégico y Fideicomisos, realizada el 17/09/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.11.

²²⁴ Entrevista personal a Cosentino Héctor, Fundador de Cosentino & Asociados Asesores de Negocios, realizada el 24/09/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.14.



referido al IVA y al impuesto a las ganancias. Mas adelante, trataremos especialmente las cuestiones impositivas.

7.2.7. La informalidad y la falta de profesionalización de las PyMEs.

En términos de Bebczuk Ricardo²²⁵, “Un alto porcentaje de PyMEs opera en el mercado informal y no prepara estados financieros ni contabiliza debidamente sus ingresos y erogaciones. En otros casos, incluso empresas formalizadas elaboran estados contables múltiples que sobreestiman o subestiman los ingresos netos según el usuario al que están dirigidos (financistas, autoridades impositivas, etc.). También es normal en empresas poco profesionalizadas encontrar flujos de fondos proyectados que no se compadecen con una evaluación objetiva de las variables fundamentales”.

Referido al tema de calificar como sujeto de crédito, Diéguez Hugo²²⁶ opina que “El empresario PyME en general, tiene ciertas características que lo alejan de esa posibilidad. Muchos de ellos trabajan en el mercado informal, ya sea por necesidad o por vocación. El empresario se ocupa mucho por su “core business”, y descuida muchos otros aspectos especialmente el financiero. Luego, a la hora de buscar asistencia crediticia se paga un alto costo, debido a la informalidad. Nosotros en general tratamos de avalar PyMEs con track record en el mercado, (mínimo 3 años), muestre un balance con ganancias y evidencia capacidad de repago de las deudas que va a asumir”. En otro orden, continua diciendo “El problema de las PyMEs es que hacen proyecciones de largo plazo, y lo financian con créditos de corto plazo. Creo que eso tiene que ver con una falta de cultura financiera a la cual el empresario PyME no le da importancia. Sabe mucho de su negocio pero poco de su administración, y su principal debilidad termina siendo el manejo financiero, a tal punto que a veces asumen costos tan altos de financiación que terminan trabajando para el financista. Esta ultima situación se da principalmente por el hecho de manejarse en el mercado informal a costos altísimos, y no son conscientes de cómo impacta eso en su estructura económica”.

Según Cambon Javier²²⁷, “es común que por ejemplo una parte de las ventas sean informales por una cuestión de bajar costos impositivos. El problema es que tener parte de la economía de la empresa informal hace que luego, frente a los bancos no se pueda demostrar la verdadera capacidad de ventas y el volumen del negocio, por lo tanto el préstamo que te van a otorgar será menor”.

En relación a los requisitos que pide un banco, Ramos Jorge²²⁸ nos comenta, “Lo que se le pide a las PyMEs, deberían poder cumplimentarlo. A medida que nos acercamos mas a pequeñas o micro empresas, se les hace más difícil porque no tienen una buena estructura administrativa, entonces te encontras por ejemplo con que el dueño lleva la administración en un “cuaderno” o que al momento de pedirle que complete los formularios no tienen una persona que le puede dedicar 2 horas para completar la carpeta del banco, esa es la realidad de las PyMEs. Lo que estamos haciendo nosotros ahora en muchos casos es, ir a la empresa le pedimos que nos “facilite” una persona un rato con acceso a información y le armamos la carpeta”. “En primer lugar, hay una cuestión cultural del empresario

²²⁵ Bebczuk Ricardo; Ob. Cit.

²²⁶ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.8.

²²⁷ Entrevista personal a Cambon Javier, Gerente de Administración de Coniglio S.A., realizada el 23/02/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.2.

²²⁸ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.10.



PyME que hace balances para no pagar impuestos. La realidad en Argentina es que la carga impositiva es alta y la PyME lo primero que le dice al Contador es que no quiere pagar impuestos, pero después cuando necesita crecer porque le salió un trabajo/proyecto y necesita comprar una maquina mejor o tener la mejor tecnología se encuentra con que su balance es una porquería y no le permite acceder al crédito. En segundo lugar, otra dificultad es la estructura administrativa, no tiene gente en muchos casos para completar una carpeta que es simple, no se le pide nada del otro mundo”. Asimismo, aclara que podría llegar a flexibilizar algún requisito pero no mucho porque son requisitos que pide el Banco Central.

A su vez, Cosentino Héctor²²⁹ opina que, “Generalmente no se muestran bien profesionalmente y no tienen avales. A su vez, los propietarios de PyMEs chicas suelen tener una propiedad pero deciden no aportarla, entonces el banco o el mercado de capitales les cierran las puertas porque sostienen que si el empresario no confía en su propio negocio, no puede pedirle al banco que lo haga”.

Según Benitez Daniel²³⁰, “El management de las PyMEs debe seguir las funciones delegadas por el Directorio y de ahí bajando a la tesorería hay un problema muy importante y es que a quien se contrata como Gerente Financiero o como Tesorero, suele ser gente de confianza, un hijo, un primo, un sobrino, etc. y generalmente esta gente no tiene la idoneidad necesaria como para llevar las finanzas que es algo medular para cualquier empresa en cualquier país del mundo y yo creo que ahí nace un atraso muy importante, porque si analizas la evolución de las grandes compañías hay una evolución comercial, la parte administrativa no lo sigue y menos la parte financiera. ... En resumen, la génesis del problema de las PyMEs en el mundo y en Argentina se ve muy claramente en aquellas empresas que nacen de un tejido familiar, que tienen el problema de que el Gerente Financiero es un agente de la familia y se torna complejo que esa persona tenga la idoneidad como para llevar a un estamento superior a esa compañía”.

Cassagne Ramón²³¹ comenta que, “Una de las razones de la dificultad que encuentran las PyMEs en el acceso al crédito se da en la falta de transparencia de los balances de la empresa. Al no tener muy formalizadas sus cuentas, se les dificulta el acceso al crédito en el mercado de capitales. El inversor quiere ver solvencia y números claros porque es adverso al riesgo”.

Por su parte, Ferrerya Jorge²³² aporta un enfoque diferente y destacado del tema diciendo que “Nadie que vaya a comprar una PyME, aunque sea exitosa, si ve que operan en “negro” (informalidad), no va a querer comprar o le pondría un precio muy bajo porque no sabe que hay detrás y que está mal. Entonces, si tiene el total de sus operaciones en “blanco” (formales), aunque sea una compañía con ganancia pequeña, significa que no tiene nada que ocultar y es fácil de valuar y mucho más atractiva para alguien que la quiera comprar”.

²²⁹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.14.

²³⁰ Entrevista personal a Benitez Daniel, Fundador de DB & Asociados Consultoría en Gestión Finanzas y Tecnología, realizada el 22/09/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.12.

²³¹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.9.

²³² Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.4.



Ampliando un poco más el tema, Ferreyra Jorge²³³ continúa diciendo “Las PyMEs que tienen su economía o parte de ella en “negro” obtienen “ventajas económicas relativas” pero de corto plazo porque en el mediano y largo plazo termina siendo un problema. Difícilmente un banco o el mercado de capitales acceda a otorgarle un financiamiento a una empresa que tenga operaciones en “negro”, siendo las posibilidades de acceder al financiamiento a través del circuito formal prácticamente nulas. Otro problema se presenta también al empresario PyME que opera en “negro” al momento de querer vender su empresa ya que los compradores le bajarán el valor de compra o no estarán dispuestos a asumir mayores riesgos.

Esto se debe a que ninguna entidad financiera del circuito formal o potencial comprador, estaría dispuesto a correr el riesgo que representan las operaciones en “negro”, principalmente por no poder conocer la magnitud del problema y por el alto nivel de incertidumbre y dudas que genera respecto de la información que pueda aportar. Por ejemplo, de la lectura de sus balances, no se podrá saber o verificar si las ventas y gastos son reales o no con lo cual no habrá ningún análisis crediticio que tenga validez.

Por otra parte, los analistas de crédito y consultoras financieras también se resisten a trabajar con PyMEs que operan en “negro” o patrocinarlas porque puede dar lugar a problemas que luego afecten negativamente la buena reputación que puedan tener en el mercado el asesor”.

Respecto de los estados contables, Lombardo Diego y Medigovich Sergio²³⁴ nos comentan que las PyMEs “Generalmente, arman tres tipos de balances: 1-El balance impositivo; 2- El balance de gestión; 3- El balance para bancos. Hoy en la gran mayoría de los casos nos encontramos frente a empresas PyMEs donde básicamente la mayor parte de los casos son balances impositivos, en donde verdaderamente te reflejan una venta tal vez importante pero, a su vez, esa venta se ve reprimida por toda la absorción de costos y demás elementos que te permiten llegar a un resultado mínimo para pagar finalmente la menor cantidad de tasas e impuestos sobre esa ganancia”.

Finalmente, Bebczuk Ricardo²³⁵ sostiene que “Sin embargo, arraigadas pautas de comportamiento de los agentes económicos, sumadas a la percepción de un bajo beneficio neto de ser formal, tornan improbable una reversión generalizada del fenómeno en los próximos años”.

En síntesis, observamos que las PyMEs que tienen su economía o parte de ella de manera informal (en “negro”) obtienen “ventajas económicas relativas” y de corto plazo porque, en base a la información que pudimos recabar, difícilmente un banco o el mercado de capitales accedan a otorgarle un financiamiento a una empresa en tales condiciones. En tal sentido, entendemos que las empresas que operan formalmente y funcionan respetando las normas, tendrán a futuro más posibilidades de subsistir debido a que ello le permitirá luego acceder al mercado financiero.

Por otra parte, independientemente de la ilegalidad de las operaciones, hemos investigado que ello conlleva a que muchas PyMEs no tengan más alternativa que terminar financiándose en el mercado informal, en las denominadas “cuevas

²³³ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N° 11.1.4.

²³⁴ Entrevista personal a Lombardo Diego y Medigovich Sergio, quienes se desempeñan en el Banco Comafi en la posición de Gerente de la sucursal Constitución y Oficial de Empresas banca PyME respectivamente, realizada el 23/09/2010. Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.13.

²³⁵ Bebczuk, Ricardo; Ob. Cit.

financieras” asumiendo costos altísimos tal como se detalla en la sección siguiente.

7.2.8. La banca marginal o ilegal.

Según Porto José²³⁶, en nuestro país, más del 60% de las PyMEs, obtienen financiamiento solo de sus proveedores, o a través de “cuevas”. Esta situación alienta el uso de la denominada Banca marginal o ilegal, donde los operadores, hacen de la intermediación de fondos su profesión habitual, pero sin estar autorizados para ello. Acuden a este mercado particulares y PyMEs, que no califican para operar en entidades financieras.

Cabe aclarar que obtener informes y números exactos relacionados a la actividad en “negro” es extremadamente desafiante. Las cifras son estimadas, basadas en las operaciones en “negro” descubiertas por las autoridades competentes y otros aportes de naturaleza empírica. Esto significa que solo podemos establecer estimaciones con respecto al tamaño y al alcance de las actividades globales de la economía informal.

Según Franco Marcelo²³⁷, “Muchas PyMEs se financian con fondos propios y/o aporte de los propietarios. Hay que considerar que existe un financiamiento informal, que no pasa por todo el circuito financiero oficial pero que está establecido en el país. En este último caso, las PyMEs muchas veces se financian a través de conocidos, personas allegadas o familiares. Otro recurso de financiamiento informal lo llevan a cabo por medio de “financieras” que otorgan préstamos con mayor facilidad que un banco, pero con altas tasas de interés lo que redundaría en un alto costo financiero para la PyME”.

En la entrevista mantenida con Cambon Javier²³⁸ agregó, “El problema es que a veces, por la necesidad y urgencia de capital de trabajo de las PyMEs, se termina acudiendo a cooperativas y eso te eleva el costo de entre 35% a 45 % TNA aproximadamente, especialmente para el descuento de valores. El plazo promedio en el mercado es de 60 a 120 días. Nosotros llegamos a descontar de hasta 6 meses y eso elevaba muchísimo también el costo”.

En palabras de Ramos Jorge²³⁹, “La menor porción de las PyMEs accede al mercado financiero el resto se autofinancian o se financian con financiación privada de financieras denominadas “cuevas” de financiación informal donde descuentan cheques a tasa altísima, de hasta cinco veces lo que te puede cobrar el banco o más”. En tal sentido nos comenta que la tasa de descuento en “cuevas” puede llegar a un 48% TNA.

Respecto de las PyMEs que no pueden acceder al mercado financiero formal, Ferreyra Jorge²⁴⁰ sostiene que terminan acudiendo a las denominadas “cuevas financieras” como fuente de financiamiento y opina que “Las cuevas ofrecen a sus clientes, mediante la utilización de empresas que están al borde de la quiebra y sociedades fantasma, la posibilidad de canalizar cheques a través de cooperativas, laboratorios, mutuales y algunos establecimientos agropecuarios que gozan de exenciones impositivas.

²³⁶ Porto, José Manuel; Ob. Cit.

²³⁷ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N° 11.1.1.

²³⁸ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N° 11.1.2.

²³⁹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N° 11.1.10.

²⁴⁰ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N° 11.1.4.



De esta forma evaden principalmente el impuesto a los cheques; IVA y ganancias.

Además de las maniobras que permiten evadir el pago de impuestos, las cuevas incorporaron una modalidad que se conoce en el ambiente bursátil como "contado líquido" y consiste en comprar bonos en el mercado argentino, pagarlos en pesos y venderlos en los Estados Unidos, en dólares. Finalmente, los operadores solicitan que el dinero de la venta de esos títulos se deposite en cajas de seguridad de distintos bancos de los Estados Unidos. De esta forma, las empresas logran hacer transferencias de dinero "negro" a otros países.

En términos de financiamiento, la mayoría de las operaciones entre las cuevas y las PyMEs consiste en el descuento de cheques a tasas del 32 a 36 % en términos de TNA más un 2% fijo y directo en concepto de comisiones y gastos aplicado sobre el monto total de cheques a descontar. A su vez, estos gastos pueden variar de acuerdo a la procedencia del cheque y al plazo de cobro. Generalmente, las cuevas le asignan un límite de crédito a cada PyME a partir del cual comienzan a operar. En cuanto a los plazos de financiamiento, el límite máximo es el permitido por los cheques, es decir, de 360 días".

Si tomamos como referencia las tasas del mercado donde pudimos observar precedentemente que el sistema bancario aplicó para el mes de junio de 2010 una tasa promedio del 14,9% TNA para doc. a sola firma (ver sección 7.2.2.1), entendemos que validar una tasa del 40 a 45 % TNA como comentaron los entrevistados que es lo que se aplica en el mercado ilegal, implicaría para las PyMEs asumir un altísimo costo que les restaría competitividad. Desde ya que no parece ser una alternativa sustentable en el mediano y largo plazo.

Asimismo, observamos que lamentablemente muchas PyMEs terminan recurriendo a esta alternativa de financiamiento ilegal. La situación es compleja, por ello consideramos de vital importancia la intervención del Estado tal como lo estudiaremos en la siguiente sección.

7.2.9. El Estado y la difusión del crédito.

En relación al capital de trabajo y la estrategia financiera, Albornoz César²⁴¹ sostiene que "Los programas de fomento y ayuda a PyMEs deben hacer pivot en la reconversión del Capital de Trabajo en primera instancia, para luego, de manera integrada, hacer viables los proyectos de inversión. Así sería, entonces, reconvertir para exportar, para la implementación de proyectos de largo plazo, para hacer convenios con otras empresas, etc. El financiamiento dentro de un sistema bancarizado y con fondeo específico Vg. Fondos especiales facilitaría las aprobaciones y controles de los programas".

Según Porto José²⁴², Cuando nos referimos a formas de financiamiento para PyMEs, debemos considerar herramientas de crédito excluyentes para estas empresas, como las otorgadas por la SEPMyE y DR, los gobiernos provinciales o las líneas del FONCAP o el Consejo Federal de Inversiones.

De acuerdo con Bebczuk Ricardo²⁴³, existe un amplio consenso sobre la necesidad de que el Estado corrija las fallas del mercado de crédito cada vez que éste prive de financiamiento a proyectos de alta rentabilidad ajustada por

²⁴¹ Casparri, María Teresa; Bernardello, Alicia; Tapia, Gustavo Norberto; Albornoz, César Humberto y otros. Ob. Cit. Pág. 112.

²⁴² Porto, José Manuel; Ob. Cit.; Pág. 6.

²⁴³ Bebczuk, Ricardo; Ob. Cit.



riesgo pero que, debido a problemas informativos, no resultan elegibles para la banca privada.

En los párrafos que siguen describimos los aspectos más destacados de la estructura y resultados del esquema vigente de asistencia financiera estatal²⁴⁴ a la PyME en Argentina:

- a) La SePyME administra el régimen de bonificación de tasas de interés, que subsidia entre 3 y 8 puntos de la tasa de interés a préstamos otorgados por bancos comerciales, los cuales mantienen a su cargo el proceso de selección, monitoreo y cobro. El subsidio varía por sector y región, favoreciendo comparativamente a las regiones más pobres. El programa cubre préstamos para capital de trabajo de hasta unos US\$100.000 y hasta 3 años, bienes de capital (US\$800.000 y hasta 5 años) y proyectos de inversión bienes de capital (US\$1,2 millones y hasta 5 años). Los fondos son asignados a las entidades mediante subastas públicas, empezando por aquellas con tasas más bajas para las PyMEs. De acuerdo a SePyME (2008), la bonificación de tasas alcanzó, durante 2004-2007, a un monto global de préstamos de alrededor de US\$350 millones, con un costo fiscal de US\$12 millones.
- b) El FONAPYME (Fondo Nacional para el Desarrollo de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa), administrado por la SePyME, financia montos de entre US\$14.000 y US\$140.000 a una tasa del 50% de la tasa activa promedio del Banco Nación. El plazo máximo es de 5 años y se cubre hasta el 70% del proyecto. El FONAPYME financió durante 2008 a 235 proyectos por US\$11,5 millones (en promedio, US\$3.000 por préstamo). Desde 2000, el volumen concedido fue de unos US\$20 millones. Un Comité encabezado por la propia SePyME se encarga de la selección de proyectos.
- c) El Programa Global de Crédito, cofinanciado por el BID y las entidades financieras, financió en 2007 1.200 préstamos por un monto total de unos US\$480 millones (con un promedio de US\$125.000 por operación). La tasa promedio fue del 8,9% y el plazo medio de 5,1 años.
- d) Otros programas incluyen el FONTAR (Fondo Tecnológico Argentino, administrado por la Secretaría de Ciencia y Técnica, y destinado a financiar innovaciones tecnológicas), el FFI (Fondo Federal de Inversiones, administrado por el Consejo Federal de Inversiones, y dirigido principalmente a las producciones regionales) y algunas otras iniciativas de menor alcance. En estos casos no se cuenta con información pública sobre el volumen de fondos aplicados.

Asimismo, Bebczuk Ricardo²⁴⁵ tomando como base los informes del Observatorio PyME (2007) evalúa los programas públicos de asistencia financiera a las PyMEs a través de encuestas a los empresarios y a los bancos, arribando a la conclusión de que un ínfimo 2,5% de las PyMEs se beneficia de programas públicos. De un total estimado de 1,2 millones de PyMEs, 15.000 firmas acceden al subsidio de tasas de interés y otro tanto a distintos programas.

²⁴⁴ Con el fin de evaluar el grado de transparencia y la realización de estudios de impacto sobre los beneficios y costos de estos programas, solicitamos entrevistas con las instituciones públicas a cargo de estos programas. La información proporcionada fue escasa, y en algunos casos nula.

²⁴⁵ Bebczuk Ricardo; Ob. Cit.



Los datos sobre estructura de financiamiento reflejan una muy baja incidencia sobre el total de recursos disponibles: según Observatorio PyME (2009), a lo largo de 2005-2008, entre el 0,8% y el 2% de las inversiones de las PyMEs se financió a través de programas públicos. Esta baja cobertura horizontal (de acuerdo al número de empresas beneficiarias) y vertical (de acuerdo a la incidencia en la estructura de financiamiento promedio) brinda evidencia firme de una muy modesta penetración de estos regímenes.

Observatorio PyME (2007) también presenta desalentadoras encuestas sobre uso y satisfacción con estos programas. Por ejemplo, para el caso de la bonificación de tasas de interés, 57% de los empresarios no conocen el régimen, 40% lo conoce pero no lo ha utilizado, mientras que del 3% que lo conoce y lo ha utilizado, sólo un tercio lo encuentra satisfactorio. Con respecto al FONAPYME, estos valores son 44%, 54% y 1%, respectivamente.

Según Lamas Sergio²⁴⁶, el FOGAPYME hará mucho por consolidar el sistema, otorgando credibilidad, previsibilidad y consistencia. “El Estado, al poner en marcha este reaseguro de segundo piso, está comprometiendo fondos y redoblando una apuesta para otorgar estabilidad al sistema de garantías. Debemos Transformar el FOGAPYME en una oportunidad para darle mayor visibilidad a las garantías, y en una palanca para ampliar la base de financiamiento destinada a las PyMEs”.

Respecto de la SePyME, Pertierra Canepa Francisco²⁴⁷ nos comenta, “La SePyME no te califica un fideicomiso porque las autoridades de turno van cambiando y la explicación que te dan es que no es un tipo societario, al ser un fideicomiso no encaja porque no es un tipo societario”.

En palabras de Héctor Méndez²⁴⁸, “Tengo una opinión muy mala sobre todo el financiamiento privado. La Argentina es uno de los países peor atendidos por el sistema financiero. En este sentido el país tiene una asignatura pendiente, histórica, con los empresarios. Lo político está relacionado con todo esto, porque permite tener acceso a dinero más barato y a plazos más largos. Es decir, todo está vinculado a políticas de largo plazo, a estrategias que van más allá de las de un gobierno, ya que se transforman en políticas de Estado”.

Para Ramos Jorge²⁴⁹, “Desde el Estado el déficit en Argentina es que no hay un banco de fomento como puede ser el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) de Brasil que financia al 2% TNA a inversores y a 30 años. El BNDES no es como el Banco Nación de Argentina, este es un Banco Estatal que presta a empresas, en Brasil hay una política estratégica muy fuerte y las estrategias se plantean a 30 años subsidiando las inversiones estratégicas. ... Dicho sistema es excelente y acá en Argentina no hay un banco así, todos son bancos comerciales, el único que podría llegar a hacer algo parecido pero que no tiene gran presencia, es el Banco Nación que es un banco comercial donde el accionista es el Estado, pero eso no quita que el objeto del banco sean operaciones comerciales, no hay de fomento. Y yo creo que estos bancos deberían de apoyar a la Nación. ... los bancos en Argentina, prefieren el negocio

²⁴⁶ Lamas Sergio, Vicepresidente de Garantizar SGR; “Una buena noticia para todos”; Revista “Garantizar Noticias”; Edición N°45, Bs. As., Mayo 2010.

²⁴⁷ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.11.

²⁴⁸ Hector Méndez, Presidente de la Unión Industrial Argentina; “Opiniones”, Revista “Garantizar Noticias”; Edición N°45, Bs. As., Mayo 2010.

²⁴⁹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, Cuadro N°11.1.10.



de corto plazo y transaccional y no el de largo, porque es más rentable, más seguro, más corto”.

Por su parte, Cassagna Ramon²⁵⁰ sostiene que “El Estado es el sector que más cosas puede hacer por las PyMEs. En lo que respecta a los fideicomisos, podría desde subsidiar estructuración del instrumento, hasta otorgar garantías y tasas subsidiadas para que estas empresas puedan acceder al crédito de mediano y largo plazo”.

Sobre el tema, Cosentino Adrian²⁵¹ destaca que los diferentes efectos positivos que promueve una estrategia de oferta crediticia acertada, justifican la incorporación en el plan de acción del Estado. Asimismo, resulta un factor crítico la correcta articulación de instituciones especializadas con el sector público. Además, resalta que la acción pública puede tener muchas formas, tales como la organización del programa, su sponsorship, la aplicación de recursos propios y la administración de los instrumentos de asistencia definidos. A su vez, y en su experiencia, sostiene que en general, el resultado de los programas de crédito manejados totalmente por el Estado no obtuvieron buenos resultados, especialmente en lo referente al abastecimiento de la necesidad crediticia, eficiencia operativa y cobro de los créditos otorgados. En tal sentido, propone la necesidad de instrumentar la asistencia crediticia por parte del Estado utilizando ingenierías financieras no convencionales e innovadoras a partir de la utilización del fideicomiso en una acción conjunta con el sector privado.

Observamos que si bien existen varios programas de ayuda a las PyMEs por parte del Estado, no parecen ser suficientes los esfuerzos realizados. De acuerdo a las encuestas estudiadas, la cobertura es muy baja. Parecería que el Estado todavía no ha podido solucionar los problemas de financiamiento para las PyMEs. De la información aportada por los entrevistados, pudimos observar también que el Estado no ha promocionado intensamente el uso del fideicomiso. Entendemos que sería necesario revisar los programas públicos dando mayor lugar a la complementariedad de diferentes alternativas como bien podría ser el fideicomiso. Es por ello que seguidamente estudiaremos alternativas de política pública basadas en la utilización de dicha herramienta.

7.2.9.1. Herramientas de política pública basadas en la utilización del fideicomiso.

Según Cosentino Adrian²⁵², “El vehículo fiduciario puede ser utilizado como herramienta de política pública, desde el momento en que su utilización puede surgir ante la necesidad del gobierno (nacional, provincial o municipal) de mejorar las condiciones productivas y de financiamiento de segmentos críticos de la población.

La aplicabilidad de los instrumentos aquí planteados requiere de una profunda concientización de todos los actores respecto de la contribución de nuevas soluciones para mejorar la cantidad y calidad de la originación crediticia. Esto resulta esencial para lograr un adecuado nivel de involucramiento en el desarrollo de los instrumentos. Para soluciones asistenciales que parten a nivel del Estado Nacional, es posible organizar esquemas de descentralización operativa que les permitan a los gobiernos subnacionales desempeñar un rol activo en la operación de las mencionadas mecánicas de asistencia financiera no

²⁵⁰ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N° 11.1.9.

²⁵¹ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 19.

²⁵² Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 105



convencionales. Siguiendo la terminología comúnmente utilizada por los programas de apoyo financiero, podemos considerar dos niveles ejecutorios a nivel coordinación y operación: provincial y municipal”.

Cosentino Adrian²⁵³, continúa diciendo que cuando la iniciativa de desarrollar un sistema específico de asistencia financiera a una población productiva determinada surge del sector público, es fundamental lograr una gestión coordinada en los distintos niveles de Estado así como la necesidad de evaluar opciones eficientes de involucramiento privado. A nivel de los gobiernos subnacionales (Provincial y Municipal) una estrategia conjunta podría organizarse en función de:

- a) Fomentar el desarrollo de instituciones de primer piso que se orienten específicamente a los sectores de demanda típicos de créditos. Y
- b) Crear herramientas como el fideicomiso para financiar actividades económicas que sean de especial interés para el gobierno provincial a fin de lograr un desarrollo local determinado.

A su vez, sostiene que el desarrollo de un plan de asistencia financiera y técnica al entramado microempresario puede -en determinadas realidades jurisdiccionales- constituir un componente de política crítico. El gobierno local, realizando una organización estratégica de acciones vinculadas a la promoción de instituciones y esquemas de apoyo al sector empresario, podría lograr resultados considerables en relación a la generación de empleo, dinamismo productivo, fortalecimiento de cadenas de valor e inclusión social, etc.

Cosentino Adrian²⁵⁴ afirma que “Sí es importante tener en consideración que los modelos asistenciales públicos convencionales -esquemas directos de ventanilla- en este campo han resultado insuficientes y deben necesariamente complementarse con opciones instrumentales innovadoras que se diseñen en estricta función de objetivos y realidades específicas, sobre todo cuando se intenta llegar a segmentos PyME de mayor complejidad de abordaje”.

7.2.9.2. La aplicabilidad ante el elevado riesgo institucional.

En opinión de Cosentino Adrian²⁵⁵, “Estos conceptos de fuerte desarrollo en las economías centrales desde hace más de dos décadas aun cuentan con una utilización restringida y segmentada en los países menos desarrollados. El principal motivo no se halla en la complejidad de aplicación sino básicamente en relevantes deficiencias estructurales de funcionamiento que distinguen a este grupo de economías. La fuerte debilidad institucional, reflejada en condiciones políticas y económicas de alta volatilidad para el desenvolvimiento de los negocios constituye sin duda el principal escollo para el desarrollo de condiciones de base que potencien la utilización de esta tecnología financiera. La escasa profundidad de los sistemas financieros, mercados de capitales domésticos con baja diversidad de oferta de productos de financiamiento, base deficiente de inversores institucionales para participar en alternativas no convencionales y marcos normativos de la actividad financiera no del todo aptos, constituyen restricciones estructurales de fuerte impacto en la posibilidad de

²⁵³ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 117

²⁵⁴ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 118

²⁵⁵ Cosentino, Adrian; Ob. Cit.; Pág. 33.



consolidar estructuras de capital acordes a los requerimientos de este tipo de proyectos”.

A su vez, más allá del caso argentino y volviendo a una relevante característica compartida por los países de desarrollo intermedio, Cosentino Adrian²⁵⁶ remarca una vez más que, “el escaso grado de profundización del mercado de capitales doméstico actúa como un limitante crítico para el desarrollo de ingenierías financieras específicas y la promoción de un marco fértil para la atracción de actores especializados en invertir en proyectos de determinado perfil productivo (como por ejemplo las actividades con capacidad de diseñarse financieramente bajo esquemas de Project Finance). Frente a esta realidad de convivir con mercados de crédito y de capitales con severas imperfecciones estructurales, la calidad de las políticas públicas de asistencia financiera juega un papel clave. Problemas derivados de la percepción de altos riesgos vigentes (sintetizados en niveles muy elevados de riesgo soberano) y fallas de coordinación en la operatoria de intermediación financiera tienden a perpetuar una dinámica de funcionamiento muy deficiente por parte del sistema crediticio y financiero en general.

Tcharikian Gustavo²⁵⁷ sugiere que el Banco Central debería reglamentar claramente el uso del fideicomiso en el sistema financiero, cosa que hasta ahora no ha sucedido, a fin de dinamizar este instrumento en el mercado.

“Por lo cual, si el Banco Central no reglamenta el fideicomiso, no considera válidas a sus garantías, no establece niveles de provisionamientos bajos por esos tipos de préstamos con garantías otorgadas a través de este instrumento, los bancos probablemente sigan eligiendo las garantías reales y tradicionales.

Al día de hoy, el Banco Central no hizo una reglamentación clara y precisa de los fideicomisos”.

Del estudio realizado, consideramos que quizás el Estado no pueda solucionar el problema de financiamiento a las PyMEs en el corto plazo. Al menos hasta que no estén dadas las condiciones, difícilmente se pueda pensar en alternativas de gran escala para superar los problemas planteados. Destacamos la idea de mejorar las condiciones políticas y económicas generando mayor estabilidad institucional como cuestiones de base.

7.2.9.3. Proyecto de ley.

Por su parte, Tcharikian Gustavo²⁵⁸ nos informa que “...actualmente existe en la Cámara de Diputados un Proyecto de reforma de las entidades financieras donde se hace foco no en la actividad financiera desde el lado de la identidad bancaria, si no que se mira la actividad financiera como un servicio público”. Asimismo, continua diciendo que “es una forma de encarar el problema del financiamiento a las PyMEs, exigir que las entidades financieras tengan un cupo mínimo exigido destinado a prestar a PyMEs”. Esto se debe a que actualmente son pocas las entidades financieras que se focalizan en el mercado de las PyMEs como especialidad o como principal sujeto de crédito.

Dicho proyecto es el denominado “Proyecto de Ley de Servicios Financieros para el Desarrollo Económico y Social”.

²⁵⁶ Cosentino, Adrian; Ob. Cit.; Pág. 37.

²⁵⁷ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.6.

²⁵⁸ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.6.

Heller Carlos²⁵⁹ sostiene que “La actividad que despliegan los bancos debe ser considerada como un servicio público.... El servicio financiero debe ser prestado para cubrir necesidades de interés general, y no particular, y su prestación, al igual que cualquier otro servicio público, debe funcionar de manera permanente, es decir, de manera regular y continua para que pueda satisfacer las necesidades de las comunidades por sobre los intereses de quienes los prestan”.

Según Heller Carlos, algunos puntos a destacar del proyecto son:

- Se fomentará la actividad financiera en localidades del interior del país permitiendo la apertura de sucursales y premiando a los bancos que lo hagan.
- Se propone destinar el 40% de las financiaciones que van al sector privado, a financiar al sector de la micro, pequeña y mediana empresa.
- Se introduce un mecanismo de regulación de tasas para que ninguna entidad pueda cobrar a este segmento de micro y medianas empresas una tasa superior al 5% de la media que cobra el sistema.
- Se creará una Defensoría del Usuario de Servicios Financieros, y se encomendará al Banco Central implementar un “Código de Conducta” de las entidades financieras.

Si bien el mencionado proyecto de ley no hace referencia específica al fideicomiso, quizás termine siendo el punto de partida para introducir cambios radicales al sistema financiero en beneficio de las PyMEs.

7.3. Tratamiento fiscal del fideicomiso.

En opinión de Julián A. Martín²⁶⁰, “Vale destacar que también se piensa en el fideicomiso como medios de la planificación fiscal, lo cual es válido en tanto la substancia coincida con la forma. Ello así, pues en la medida que se fueren figuras contractuales para darle forma al negocio a llevar a cabo cuando la intencionalidad es diferente, caeremos ante las disposiciones del principio de realidad económica vigente en nuestro sistema tributario”.

Según Kiper y Lisoprawski²⁶¹, “la utilización del fideicomiso, a través de los años transcurridos..., ha sido objeto de considerables riesgos o contingencias de carácter fiscal, ya que, como también sucede en otros órdenes de la actividades económicas y principalmente de carácter financiero, la legislación y reglamentación se han ido adecuando al devenir de los nuevos instrumentos y negocios”.

Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti²⁶², antes de decidir el tipo de fideicomiso a utilizar e incluso cuando se está diseñando la operación, nos recomienda analizar el flujo de bienes y fondos con vistas a:

- 1) Evitar los flujos de fondos innecesarios para no encarecer la operación.
- 2) Sin que haya real agregado de valor, no agregar etapas que generen impuesto al valor agregado.

²⁵⁹ Heller, Carlos. “La actividad bancaria como Servicio Público”, Artículo publicado en <http://www.carlosheller.com.ar/etiquetas/sistema-financiero/>; 21/05/2010.

²⁶⁰ Martín, Julián y otros. “Fideicomisos”, 1º Edición, Errepar, pág. 107.

²⁶¹ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 684.

²⁶² Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis. Ob. Cit. Pág. 49.

3) Evitar que el fideicomiso registre créditos fiscales que luego no pueda aplicar. En este punto no hacemos referencia sólo al impuesto al valor agregado (crédito fiscal) sino a los saldos impositivos que generan el impuesto a la ganancia mínima presunta y el impuesto sobre los débitos y créditos en cuentas bancarias.

4) Identificar correctamente el tipo de fideicomiso para no cometer el error de interpretarlo incorrectamente. Por ejemplo, considerarlo “de administración” a un fideicomiso que fiscalmente es “de garantía”.

Por su parte, Faure Darío²⁶³, establece algunos puntos importantes que recomienda considerar para analizar la situación tributaria de un fideicomiso, a saber:

- Tipo de fideicomiso (de garantía, financiero, etc.).
- Tipo de actividad que se desarrolla.
- Real intención de las partes al constituir el fideicomiso.
- Lugar donde se constituye el fideicomiso, en el exterior o en el país.
- Lugar donde se desarrollan las actividades, en el exterior o en el país.
- Si el fiduciante es persona física, jurídica y lugar de su residencia.
- Si el beneficiario es persona física o jurídica, si es residente en el país y si coincide con la figura del fiduciante.

En síntesis, podemos considerar también que el tratamiento fiscal de la transacción influye en su diseño pero, también, es influido por ese diseño. La naturaleza del activo y de las partes que conforman el fideicomiso genera efectos impositivos determinantes sobre él.

7.3.1. Fideicomisos financieros. Modificaciones que alteraron el uso de la herramienta.

Al respecto, Cassagna Ramon²⁶⁴ nos comenta el aspecto más relevante en materia fiscal de los últimos tiempos y nos informa que “Una de las contras que encontramos en la estructuración de un fideicomiso financiero, fue la decisión por parte del Estado de quitarles el beneficio impositivo que contaban por parte del estado nacional. Los certificados de participación ahora están grabados con el impuesto a las ganancias”.

Por su parte Deloitte²⁶⁵ nos aporta un amplio informe que en resumen nos informa que, desde mediados del año 2008 a la fecha se dieron una serie de cambios en materia fiscal que impactaron fuertemente en el mercado de los fideicomisos. A saber:

* *Cambios en el tratamiento fiscal - Impuesto a las Ganancias.*

* *Contingencias Fiscales - Impuesto a los Sellos.*

²⁶³ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 41.

²⁶⁴ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.9.

²⁶⁵ Deloitte & Touche Corporate Finance S.A., “Banking – Newsletter de novedades financieras”; Numero 72, Julio de 2010.

7.3.1.1. Cambios en el tratamiento fiscal. Impuesto a las ganancias.

La sanción del Decreto 1207/08 eliminó los incentivos que los fideicomisos financieros con derechos creditorios poseían en relación al Impuesto a las Ganancias.

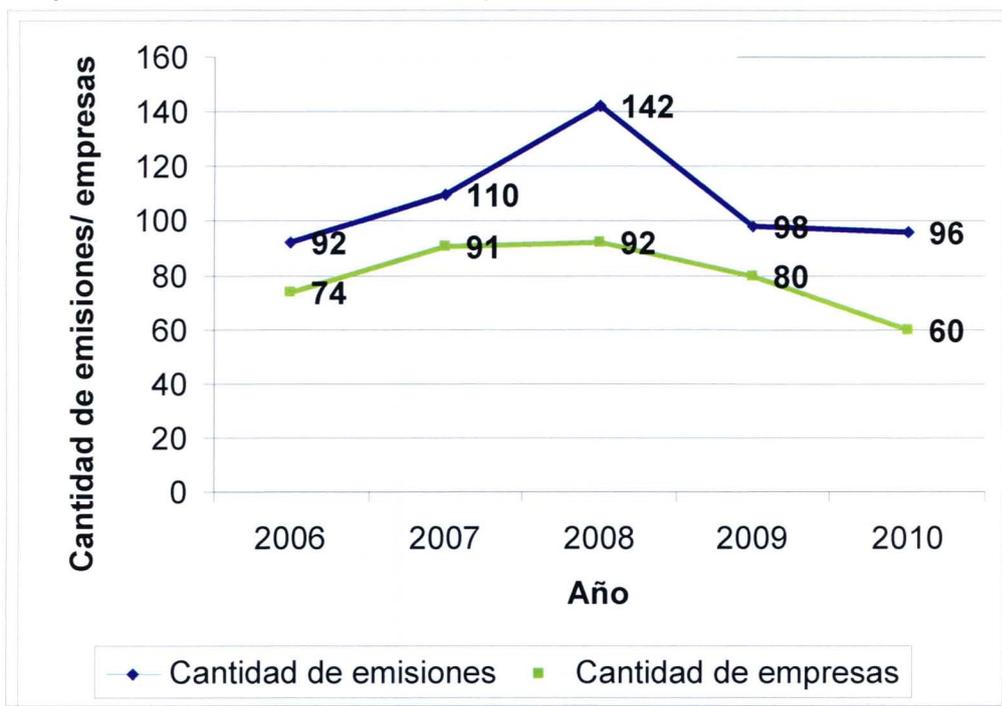
Teniendo en cuenta que para operar en Bolsa las compañías incurren en una importante cantidad de gastos, de modo de asegurar la transparencia del Mercado de Capitales y de cumplir con los estándares del público inversor, todo incentivo fiscal contribuye a morigerar estos costos y por ende viabilizar el acceso al mercado para compañías de tamaño pequeño y / o mediano.

En montos típicos de financiamiento, por ejemplo, de capital de trabajo para PyMEs, (inferiores a 10/15 millones de pesos), de no contar con algún incentivo fiscal, los costos de “salir al mercado” vuelven la tasa excesivamente alta.

Los cambios introducidos en el decreto convierten a la herramienta en muchos casos en sumamente onerosa o inviable, A casi dos años de la sanción del decreto se observan los siguientes efectos:

- a) **Disminuyeron significativamente los montos emitidos**, cantidad de emisiones y, principalmente la cantidad de empresas del sector privado que utilizaron fideicomisos.

Gráfico 9. Cantidad de emisiones – Cantidad de empresas enero-julio 2006-2010. No incluye sintéticos, relacionados al sector público/ infraestructura.



Fuente: elaborado por Deloitte & Touche Corporate Finance S.A.

- b) **Se incrementaron los costos** para las financiaciones que directa e indirectamente reciben las PyMEs a través de sus diversos instrumentos que las tienen como entes financiados (leasing, prendas, créditos comerciales) lo que



implica una menor entrada de nuevos emisores al mercado de capitales y menos emisiones de tamaño chico a mediano.

7.3.1.2. Contingencias Fiscales. Impuesto a los sellos.

La regla hasta mediados del año 2009 era clara en todos los fideicomisos y no existía contingencia alguna respecto de este tipo de gravamen.

Sin embargo, recientemente se han intimado a las principales entidades que operan como fiduciarios en fideicomisos financieros con oferta pública al pago del impuesto a los sellos, fundándose dicha intimación en el hecho de que el fideicomiso es negociado a través de oferta pública, y que la oferta es válida y cuenta para inversores de cualquier parte del país, lo que incluye a la proporción de habitantes de la jurisdicción reclamante.

De este modo los fiduciarios deberían pagar el equivalente a dicho porcentaje en concepto de impuesto a los sellos.

Estas contingencias fiscales ponen en jaque, una vez más, a la utilización del fideicomiso como vehículo de financiamiento, y desincentiva aún más su uso, habida cuenta de los incrementos en los costos que esto conlleva.

7.4. Costos de estructuración de un fideicomiso.

De acuerdo con Cosentino Adrian²⁶⁶, "...una estructura de Project Finance indefectiblemente involucra relaciones contractuales entre múltiples partes. Y sólo funciona cuando puede establecer ese entramado de relaciones a un costo acorde a su capacidad de generación de ingresos. Por eso, para crear un esquema adecuado debe existir una genuina -comunidad de intereses- entre las partes que integran el proyecto y la posibilidad de lograr, a través de apropiados mecanismos contractuales, que tal compatibilidad de intereses particulares se traduzca en mejores condiciones de instrumentación y manejo del proyecto".

En tal sentido, dicho autor sostiene también que para lograr una exitosa estructuración integral de proyecto hay que diseñar una ingeniería financiera y un esquema legal que sea acorde al formulario de contratos requeridos de acuerdo a las características de la actividad económica que se pretende realizar, las condiciones de retorno y cobertura ofrecida a los inversores y la estrategia de gestión operativa y de administración de riesgos.

Según Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis²⁶⁷, "El costo de un fideicomiso depende del tipo elegido para instrumentar el mismo, de su plazo, de la cantidad de partes intervinientes, de la cantidad de cuentas fiduciarias a utilizar y de la complejidad de la operación".

Dicho autor menciona también algunos costos de base que están presentes en todas las operaciones, a saber:

- Un costo del seis por mil (6‰) sobre los movimientos bancarios de dinero conocido como el impuesto a los débitos y créditos en cuentas bancarias. Como vimos en la sección de impuestos, están exentos los fideicomisos

²⁶⁶ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 46

²⁶⁷ Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis. Ob. Cit. Pág. 61



financieros con oferta pública y tratamiento fiscal diferencial y los fideicomisos de garantía con fiduciario que es entidad financiera.

- Los honorarios de estructuración y comisión fiduciaria.
- El armado del contrato.

Además, cuando el fideicomiso no es de garantía, hay que considerar otros costos como:

- Libros comerciales y el copiado sobre los mismos.
- Honorarios de auditoría externa.
- Rentabilidad de los inversores.
- Costos impositivos por:
 - ◆ Ingresos brutos.
 - ◆ Ganancia mínima presunta.
 - ◆ El impuesto a las ganancias, salvo para las operaciones con tratamiento fiscal diferencial.

Para Porto José²⁶⁸, "Existen fideicomisos donde los costos de administración son bajos, mientras que en otros, de alta complejidad, se incrementan los gastos administrativos, por la gran cantidad de beneficiarios y/o por la necesidad de realizar controles gravosos, para ejecutar correctamente los mismos.

Los gastos de constitución pueden ser de escaso monto, cuando es posible su instrumentación mediante contratos privados, pero en diversos tipos de fideicomisos, es necesario realizar escrituras públicas, lo que incrementa sus costos. También conlleva una serie de costos iniciales importantes, la organización de un fideicomiso ordinario con varios fiduciantes, beneficiarios y fideicomisarios; en donde se establecen las pautas-no modificables-, que guiarán durante varios años, la explotación y control de un negocio.

Dada la versatilidad que permite la aplicación de esta figura, se deberán evaluar en cada caso, los costos de su instrumentación".

A su vez, Porto José²⁶⁹ comenta que en caso de usar el aval de una SGR como garantía del fideicomiso, hay que sumar el costo de la comisión que cobra la SGR que generalmente es de entre el 1,5% y el 3% anual, sobre el monto avalado. Dicho costo de garantías adicionales, contribuirá luego para mejorar la calificación y disminuir la tasa de emisión.

Asimismo, Porto José²⁷⁰ destaca que si bien la constitución de fideicomisos con aval de las SGR aporta nuevas posibilidades de financiamiento, no es recomendable para créditos de poco monto, corto plazo y/o por única vez; pues no es posible compensar los costos iniciales, con el ahorro logrado en la tasa de interés.

²⁶⁸ Porto, José Manuel; Ob. Cit.

²⁶⁹ Porto, José Manuel; Ob. Cit.

²⁷⁰ Porto, José Manuel; Ob. Cit.



Según Tcharikian Gustavo²⁷¹, “El fideicomiso en todos los casos va a funcionar como una garantía del préstamo que el banco otorga, fundamentalmente esa va a ser la finalidad del fideicomiso bancario o de cualquiera de sus formas, va a constituir una garantía del préstamo que el banco otorga. El préstamo en sí mismo, va a seguir teniendo seguramente los mismos costos que cualquier préstamo normal que hoy en día el banco otorga de acuerdo a la línea de crédito que se trate, con los costos fijos o variables que hoy existen. El fideicomiso lo único que agregaría es la figura de la garantía que tiene el acreedor para recuperar el crédito, con lo cual el fideicomiso con lo que habría que compararlo es con los costos de otro tipo de garantías y no tanto con los costos del préstamo. El costo que otras garantías tienen va a depender de la forma de instrumentación y si requiere por sus características especiales la suscripción de una escritura pública. En términos de instrumentación, la garantía hipotecaria por ejemplo, para el caso de una cesión fiduciaria de un inmueble, va a ser necesaria la suscripción de una escritura pública al igual que en un préstamo hipotecario, con lo cual los costos van a ser similares. En el caso de una prenda, va a ocurrir lo mismo en términos de instrumentación con o sin fideicomiso. En el caso de una garantía conformada por una cesión de flujo de fondos o cesión de derechos de cobranza, la forma de instrumentación del fideicomiso va tener que ser la misma que la de garantía que se esté tratando de remplazar. Por lo dicho, los costos en términos de instrumentación de garantías van a ser similares.

Lo que genera un ahorro importante de costos en el fideicomiso, es en todo lo relacionado con los costos del recupero en caso de necesidad de ejecución judicial de las garantías, porque cualquier tipo de ejecución judicial tiene dos costos fundamentales a saber:

1- El primero está relacionado con los costos propios de la ejecución y los gastos judiciales y honorarios profesionales de los abogados que intervienen, los cuales incrementan aproximadamente sobre el monto de la deuda el costo en un 20% del monto reclamado. Esa medida, para la ejecución de los bienes o para el embargo de derechos o bienes del deudor, requieren de un juicio previo y el juicio te incrementa los costos calculados sobre el importe reclamado en al menos un 20% del valor de la deuda. Es decir, el acreedor pierde o el deudor tiene que pagar más, dependerá de si el deudor tiene bienes suficientes para pagar un 20% adicional del importe de la deuda.

2- El segundo está relacionado con la reducción y disminución del valor de los bienes que son objeto de la garantía sea un inmueble hipotecado o bien mueble prendado, sea el derecho que el acreedor tiene a embargar de determinados bienes o derechos del deudor. El valor de realización de esos bienes sean muebles o inmuebles, se verán reducidos o disminuidos en caso de ser subastados por vía judicial y en ese caso se estima una pérdida de su valor comparado con el valor de mercado que va de un 20% a un 30% de su valor real (como piso).

Por lo dicho, tanto en los costos de la ejecución como en el valor de realización de los bienes muebles o inmuebles o los bienes que existan por vía judicial, hay una pérdida de un 20% + otro 20% respectivamente, que si el deudor no tiene los bienes suficientes para cubrir ese 40% de los costos adicionales, es dinero que pierde el banco y no lo puede recuperar. Si el deudor tiene sobre

²⁷¹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.6.



garantizada la operación y luego de una apelación comercial, se le debería reintegrar el saldo de lo liquidado.

Con el fideicomiso esos costos se reducirían notablemente porque para la realización de los bienes o de los derechos cedidos al fideicomiso en garantía, no hace falta una ejecución judicial y los bienes o derechos son liquidados, vendidos o recuperados a valores de mercado”.

Según Fanco Marcelo²⁷², “Casi siempre el marco estructural está basado en el grado de complejidad contractual que efectivamente se tenga que terminar realizando... Es por ello que es difícil establecer un parámetro fijo predeterminado”.

Otro aspecto importante está relacionado con el monto total del fideicomiso que se pueda establecer como parámetro a partir del cual sea económico y conveniente estructurarlo. En tal sentido, Tcharikian Gustavo²⁷³ nos explica que lo que hay que considerar es el costo asociado que tiene que ver con la administración del fideicomiso. Asimismo, establecer un monto mínimo tiene relación con el hecho de que no termine resultando antieconómico. Es decir, los costos de administración seguramente van a tener un piso mínimo que tenga que percibir el fiduciario, entonces de determinado importe de crédito hacia abajo, ese costo mínimo que cobrara el fiduciario va a terminar convirtiendo al fideicomiso en antieconómico.

Según Ariel Llambias²⁷⁴, “El fideicomiso no permite bajar los costos de financiamiento, permite tener más opciones de financiamiento. Puede ser que esta idea se haya generalizado hace unos años cuando estas estructuras contaban con beneficios impositivos enormes hoy la diferencia está en conseguir financiamiento con un mejor riesgo (menor tasa) pero pagando los costos de estructuración. Estas estructuras tienen costos fijos altos los cuales pueden llegar a casi \$150.000, dependerá si la PyME puede absorberlos dependiendo del tamaño de la estructura, así como del plazo, hoy bastante limitado”.

A modo de ejemplo, Diéguez Hugo²⁷⁵ nos proporciona un parámetro de costos para fideicomisos financiero con oferta pública y dice “Para emisiones globales y en dólares termina teniendo de un 10% a un 12% aproximadamente de costo financiero total (CFT). Como estas emisiones en general son de 270 a 360 días estamos hablando prácticamente de una TNA (El Agro opera todo en dólares)”.

Referido a los fideicomisos financieros con oferta pública, Pertierra Canepa Francisco²⁷⁶ opina que, “En la Bolsa puedes tener algún beneficio impositivo pero mayores costos de estructuración”.

Según Cosentino Héctor²⁷⁷, “Como herramienta de financiamiento en los mercados de capitales el fideicomiso es más caro, es más oneroso para la empresa que lo toma que una obligación negociable por ejemplo...” Como empresa individual, es más difícil porque convengamos que la PyME debe ser de un determinado tamaño, a efecto de amortizar los costos del fideicomiso, pero si

²⁷² Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.1.

²⁷³ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.6.

²⁷⁴ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.7.

²⁷⁵ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.8.

²⁷⁶ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.11.

²⁷⁷ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.14.



puede facilitar el acceso como cadena de valor de empresa ya que dentro del fideicomiso PyME se pueden incorporar 20, 30, 40 o más empresas PyMEs. El ejemplo clásico es el agropecuario donde está el que ingresa la tierra, el que ingresa la semilla, el que hace laboreo, los fertilizantes, el que vende el producto terminado, entonces ahí si pequeñas empresas como cadena de valor 20, 30, 40, 50 pueden integrar un solo fideicomiso PyME y eso si les facilita mucho el acceso al financiamiento como cadena de valor. Como empresa individual para la PyME es más complicado porque hay que pensar en PyME que facture no menos de 10, 15 millones de pesos como mínimo. Tienes que considerar un fideicomiso en pesos para que sea viable en cuanto a costos y demás que tendría que estar en el orden de los 4 millones de pesos aproximadamente como mínimo no”.

Por otra parte, Cosentino Héctor continua diciendo, “En realidad yo no creo que el fideicomiso baje los costos porque es una herramienta cara, por lo que yo te decía, interviene un asesor financiero y el estudio de abogados, el agente fiduciario, que cuando vas por una obligación negociable no tienes los honorarios de los abogados ni del fiduciario. En cuanto a que si pueden ser absorbidos por una PyME, tendremos que hablar de mediana empresa, en los rangos de la mediana que tiene la SePyME, ahí puede entrar un fideicomiso cuando vas a pequeña empresa no tiene ninguna posibilidad de solventar un fideicomiso, por los montos de facturación.

Hay que estimar la tasa que es el costo más alto que vas a tener, aproximadamente un fideicomiso de 24 meses en dólares puede estar en 9% TNA. El asesor financiero 1%, abogados entre 1.5% y 2%, el fiduciario 2%, el agente colocador que va a cobrar 1%. La tasa es nominal anual para los intereses, los otros son todos directos. Entonces, en dólares hay 8% en tasa más el 5 % directo sobre el monto del fideicomiso y de gastos tendrás 0.025% de gasto de instrumentación. De esta forma, en dólares se obtiene una tasa de 13,5% anual aproximadamente. Fuera de la tasa de interés, todos los demás son fijos independientemente del plazo del fideicomiso. Si emitís una obligación negociable en vez de un fideicomiso, ahí está la diferencia, sacas los abogados y el agente fiduciario. Va a estar en 4 % mas debajo de lo que sería un fideicomiso estimativamente”.

Por su parte, Ferreyra Jorge²⁷⁸ sostiene que “Para armar un fideicomiso y que no te impacte fuertemente en la tasa que tiene que pagar la PyME, el fideicomiso tiene que ser como mínimo de tres millones de pesos, los costos que tiene asociados para armar tres millones de pesos son de aproximadamente un 6% y 8% como comisión por única vez y fija de estructuramiento de todos los involucrados en el fideicomiso, del estudio legal, del que va a emitir los certificados de participación y del colocador (los underwriting). Entonces, en el primer año la tasa se incrementa de 6 a 8 puntos en TNA. Los gastos los va a pagar por única vez, pero el fideicomiso puede tener diferentes series, donde la primera serie sea de tres millones de pesos, pero a su vez puede llegar por ejemplo a diez millones de pesos, entonces vas a prorratear los 6 puntos de TNA por toda la vigencia del fideicomiso que puede ser de 3, 5 o 10 años, según las series que se emitan. Esto es en la primera etapa, en la segunda, tercera o cuarta ya tienes un gasto de 2.5% a 3%. En la primera etapa es donde tienes un costo mayor, donde te impacta fuertemente la tasa, después tienes un costo de colocación del fideicomiso que entre colocación, la tenencia de los valores del

²⁷⁸ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.4.



fideicomiso "A" y "B" que son los certificados de participación, te sale un 2% a 3% adicional".

Según Cassagne Ramón²⁷⁹, "Uno de los problemas que encontramos en el fideicomiso financiero es que es muy costosa y compleja su estructuración tanto por su ingeniería financiera como por sus elevados costos fijos por lo que proyectamos que para lanzar un fideicomiso financiero tenemos que partir de un millón y ½ de dólares(U\$D1,5M)".

Respecto de los Fideicomisos Financieros con oferta pública, Boero Federico²⁸⁰ sostiene que es conveniente económicamente en "empresas que tengan un volumen tal que sean mas Medianas que Pequeñas. ...los costos de estructuración no son baratos necesita volumen, y las primeras series emitidas son primero más caras hasta que la empresa se da a conocer en el mercado financiero".

Según Benitez Daniel²⁸¹, "Un fideicomiso lo que trata de sacar es un activo subyacente que tiene más valor que el emisor por eso es la separación entonces en esa securitización puedes conseguir una mejor tasa de financiamiento, pero si le agregas costos de abogado, costos del auditor, los costos del contador porque un fideicomiso es un ente totalmente separado, los costos del agente de bolsa para llevar a colocar el fideicomiso al mercado, los costos del administrador fiduciario, los costos de la gestión operativa de la cuenta recaudadora del banco de la recaudación, esos costos agregados son 7 puntos sobre la tasa de interés. El fideicomiso financiero se vuelve caro para las PyMEs. Si es con oferta pública será mucho más onerosa aun que si fuera una emisión privada ya que la primer opción tiene la tutela de un orden público, en cambio el privado tiene menor costo pero es más caro en término de riesgo.

Para mí el punto crítico más que el monto es el tiempo, porque si el fideicomiso si es de un año y es una empresa nueva va tener que pagar un costo muy alto y si a eso después no lo amortizas con subsecuentes emisiones dentro de un programa queda como un costo hundido. Entonces, para que sea económicamente viable, más que el monto, debería ser de una duración de largo plazo de 3 años o más para amortizar en tasa los costos agregados".

Respecto de los Fideicomisos Financieros con oferta pública, es importante también considerar los aranceles propios de la BCBA. Los mismos consisten en:

- a- Aranceles por Derechos de Estudio.
- b- Aranceles por Derechos de Cotización.
- c- Aranceles por Publicaciones Reglamentarias.

Los aranceles se facturan aplicándose la tabla correspondiente, ver en Anexos²⁸². Su importe se determina en función de la escala, los aranceles a y b parten de una suma fija anual de \$814 y pueden llegar hasta los \$5830 más un arancel anual adicional que puede variar del del 0,7% sobre el excedente de \$1.162.400 de emisión hasta el 0,1% sobre el excedente de \$17.653.950 de emisión. Los aranceles c pueden variar de \$9 a \$1333 según el tipo de publicación.

²⁷⁹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.9.

²⁸⁰ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.15.

²⁸¹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.12.

²⁸² Ver tablas en el Capítulo de Anexos, "Aranceles de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires", sección N°11.5.



A pesar de los costos planteados precedentemente, Cassagne Ramón²⁸³ sostiene que “Lo que se hace en el mercado de capitales es justamente achicar la brecha que existe entre el comprador y el vendedor de un instrumento, ya que existen menos intermediarios y a diferencia de un banco no existe spread entre tasa compradora y vendedora”.

En nuestra opinión, creemos que el financiamiento a PyMEs basado en la utilización del fideicomiso podría tener un especial impacto en la estrategia competitiva basada en el liderazgo general en costos.

A primera vista, el fideicomiso podría parecer una estructura financiera costosa, pero es importante aclarar que al momento de evaluar costos, debe ser comparada con los riesgos de operar sin ella o con estructuras parecidas.

Asimismo, entendemos que determinar un monto o porcentaje del costo total de estructurar un fideicomiso, sería erróneo ya que considerando las pautas mencionadas precedentemente, los costos de instrumentación de un fideicomiso son muy variables y dependerán de cada caso en particular debido a la flexibilidad que permite la aplicación de esta figura. Es por ello que es difícil establecer un parámetro fijo predeterminado.

A pesar de ello, hemos elaborado un valioso y orientador resumen en base a la información proporcionada por los entrevistados que refleja en detalle los costos de estructurar un fideicomiso:

Costos variables:

- Tasa de fideicomiso a 12 meses estimada en USD: 6% TNA.

Costos directos y fijos independientemente del plazo del fideicomiso:

- Los honorarios de estructuración.
- Comisión fiduciaria: 2% + un variable.
- Estudio de abogados y armado del contrato: 1,5 a 2 %.
- Asesor financiero: 1%
- Agente colocador: 1%.

CFT estimado en USD: 12% para plazos de no más de 12 meses.

Como hemos estudiado precedentemente, también se podría hacer uso una garantía aportada por una SGR donde el costo de la comisión que cobra la SGR generalmente es de entre el 1,5% y el 3% anual. Si bien implica a priori un mayor costo, entendemos que ello debería contribuir luego para mejorar la calificación y disminuir la tasa de emisión. Es importante destacar que no sería recomendable para créditos de poco monto, corto plazo y/o por única vez; ya que no sería posible compensar los costos iniciales con el ahorro logrado en la tasa de interés.

Observamos también que los gastos se pagan por única vez, pero el fideicomiso puede tener diferentes series sumando plazos totales mayores a los 12 meses, de esta forma se podrían prorratear los costos directos (6% aprox.) por toda la vigencia del fideicomiso que normalmente pueden llegar hasta los 10 años, según las series que se emitan. El problema que encontramos aquí es que, como estudiamos anteriormente, los plazos actuales de financiamiento en

²⁸³ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.9.



general no superan los 12 meses lo que hace que se encarezca notablemente la operación.

Se podría considerar también la alternativa de emitir una ON, ya que de esta forma se ahorraría el costo de abogados y del fiduciario lo que equivale a un 4%.

Es importante destacar también que cuando el fideicomiso no es de garantía, hay que sumar otros costos como: Libros comerciales y el copiado sobre los mismos; Honorarios de auditoría externa; Rentabilidad de los inversores; Costos impositivos por Ingresos brutos, Ganancia mínima presunta, El impuesto a las ganancias y el el impuesto a los débitos y créditos en cuentas bancarias.

Otro aspecto muy importante es que un fideicomiso en pesos para que sea viable en cuanto a costos, tendría que estar en el orden de emisión de 3 a 5 millones de pesos aproximadamente como mínimo. En base a esto, entendemos que la PyME debería tener una Facturación mínima estimada de \$10 a 15 millones e pesos, entonces estaríamos hablando de empresas Medianas más que de las Pequeñas.

Consideramos que para las PyMEs, sería económicamente mejor la utilización de fideicomisos ordinarios con contratos privados ya que los gastos de constitución serán menores. En cambio, si el fideicomiso es de oferta pública y financieros los costos serán sensiblemente mayores.

En base a lo expuesto, observamos que los costos en términos de instrumentación de garantías van a ser similares. Se destaca un ahorro importante de costos en el fideicomiso en todo lo relacionado con los costos del recupero en caso de necesidad de ejecución judicial de las garantías. Como vimos, estos ahorros pueden representar aproximadamente hasta el 40% del valor de los activos dados en garantía. Esto se debe a que con el fideicomiso esos costos se reducirían notablemente porque para la realización de los bienes o de los derechos cedidos al fideicomiso en garantía, no hace falta una ejecución judicial y los bienes o derechos se podrían liquidar, vender o recuperar a valores de mercado.

Otro aspecto importante a destacar es que como empresa individual, sería más difícil soportar los costos porque convengamos que la PyME debe ser de un determinado tamaño, pero se puede facilitar el acceso si es un fideicomiso colectivo.

Uno de los problemas que encontramos en el fideicomiso financiero es que parece muy costosa y compleja su estructuración tanto por su ingeniería financiera como por sus elevados costos fijos, entonces para que sea económicamente viable, más que el monto, debería ser de una duración de largo plazo de 3 años o más para amortizar en tasa los costos agregados.

En síntesis, parecería que el fideicomiso no permite bajar los costos de financiamiento, sino que permite tener más opciones de financiamiento. Puede ser que esta idea se haya generalizado hace unos años cuando estas estructuras contaban con beneficios impositivos enormes tal como lo hemos estudiado anteriormente. Entonces hoy la diferencia consiste en conseguir financiamiento con un mejor riesgo (menor tasa) pero pagando los costos de estructuración.

7.4.1. Costo de la operatoria de securitización para PyMEs.

Entendiendo el Fideicomiso Financiero como una de las forma jurídicas (vehículo) que posibilita la titulización (securitización). En tal sentido, consideramos que el costo de la operatoria y securitización para PyMEs, amerita un estudio especial, ya que actualmente y como vimos en la sección referida al mercado de capitales y la BCBA, constituye una de las alternativas más usadas por las PyMEs en dicho ámbito.

Según Porto José²⁸⁴, la securitización supone a priori, una de las alternativas válidas de financiación para las PyMEs; en el sentido de que la calificación de la operación se realiza sobre los activos a securitizar, aislados del devenir financiero de estas empresas, muchas veces crítico.

El costo financiero total, se conforma con los siguientes ítems:

a) Costos iniciales del proceso de securitización:

- * Costo de la estructuración.
- * Costo de las Calificadoras de Riesgo.
- * Costo de garantías adicionales, para mejorar la calificación y disminuir la tasa de emisión.

b) Costo financiero de la emisión:

- * La tasa pretendida por el inversor, dependerá de la calificación de la estructura, pero generalmente es mucho menor, al costo financiero del circuito bancario tradicional.

Consideramos que para las empresas, la financiación a través de estos instrumentos, debe contemplar los gastos fijos (pagos al fiduciario, calificadoras de riesgo, auditorías y contratos). En compensación, el costo financiero podría ser menor al de un préstamo bancario.

Observamos que muy pocas PyMEs pueden conformar estos montos para securitizar, en particular, porque deben constituirse sólo con activos del mismo tipo: cupones de tarjetas de crédito o cheques diferidos o facturas de crédito. También se debe considerar, que al no cumplir con el requisito de homogeneidad, no goza de las exenciones impositivas previstas.

Entendemos que no obstante esta limitación, para algunas PyMEs con un gran nivel de facturación, es una alternativa conveniente, aun para montos menores, Se deberá agregar para las PyMEs, el costo de garantía de la Sociedad de Garantía Recíproca. Existen algunos proyectos, tanto oficiales como privados, para instrumentar esta alternativa de financiamiento, mediante la conformación de un fideicomiso, por las cámaras empresarias, a través de un pool de sus asociadas.

Como hemos visto anteriormente, las PyMEs que mas han utilizado esta modalidad en los últimos años son las que corresponden al sector agropecuario y al de consumo de electrodomésticos.

²⁸⁴ Porto José Manuel; Ob. Cit.

7.5. Ventajas y beneficios del fideicomiso.

En opinión de Faure Darío²⁸⁵, son varias las ventajas que lo distinguen. La más importante es la constitución de la propiedad fiduciaria sobre los bienes fideicomitidos, produciendo la separación del patrimonio del fideicomiso de los patrimonios personales de los fiduciantes, los beneficiarios y el fiduciario. El autor explica que los acreedores de los mencionados sujetos no podrán valerse del patrimonio del fideicomiso para cobrar sus acreencias. Además, los acreedores del fideicomiso tampoco podrían tomar el patrimonio personal de las partes intervinientes. Esto se explica porque si bien el patrimonio del fiduciario podría verse afectado en determinados casos, nunca podría ocurrir con los fiduciantes y/o beneficiarios.

Según Kiper y Lisoprawski, “la Ley No 24.441, con el propósito de proteger los bienes fideicomitidos para el cumplimiento de la finalidad del fideicomiso, estructura un sistema que gira en torno a varios ejes: la posibilidad de sustituir al fiduciario sin que se extinga el contrato de fideicomiso sino que continúe por medio de un fiduciario sustituto, el tratamiento de los bienes fideicomitidos como patrimonio separado y la exclusión del fideicomiso del régimen general de la quiebra, previendo un régimen de liquidación particular”²⁸⁶.

Faure Darío²⁸⁷, sostiene que “Otra ventaja del fideicomiso es la flexibilidad que posee. De acuerdo a la naturaleza del negocio, se puede dar al contrato una estructura adecuada a cada caso en particular, previendo las características específicas de cada emprendimiento.

Este contrato es una interesante herramienta a la hora de analizar una estructura de financiación. Entre sus principales ventajas, podemos destacar la reducción del costo financiero y el otorgamiento de garantías adicionales (por el aislamiento del patrimonio).”

Según Cosentino Adrian²⁸⁸, una ventaja distintiva para las PyMEs tomadoras del financiamiento es que involucran como garantía principalmente el flujo de fondos que se genera de las distintas actividades que se financian. Esta ventaja es muy importante especialmente para las PyME que no cuentan con la posibilidad de integrar garantías formales y cuyo mayor activo es el conocimiento de su actividad productiva y el proyecto productivo que desarrollan. Es decir que la mejor y única fuente de repago de la asistencia financiera recibida la constituye el flujo de fondos derivado de la comercialización.

Asimismo Cosentino Adrian²⁸⁹ sostiene que “este instrumento presenta aspectos ventajosos para la obtención de financiamiento en condiciones compatibles con la capacidad esperada de generación de ingresos por parte del proyecto”.

²⁸⁵ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 14.

²⁸⁶ Kiper, Claudio y Lisoprawsky, Silvio. Ob. Cit. Pág. 161.

²⁸⁷ Faure, Darío. Ob. Cit. Pág. 14 y 15.

²⁸⁸ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 40.

²⁸⁹ Cosentino, Adrian. Ob. Cit. Pág. 24.

De acuerdo con Cosentino Adrian²⁹⁰, resumiremos otras ventajas mencionadas en su obra:

- ✓ Es una herramienta flexible, adaptable a los requerimientos de la zona y de los participantes.
- ✓ Permite una mejor asignación de recursos entre los participantes, según el mandato otorgado al fiduciario. Elimina la discrecionalidad de las partes.
- ✓ Son esquemas fáciles de estructurar.
- ✓ La herramienta una vez estructurada permite captar financiamiento de diferentes actores.
- ✓ Generar mejores condiciones de distribución de los riesgos en función de la capacidad y disposición de cada parte interviniente.
- ✓ La posibilidad de lograr instrumentos de inversión para mejorar la captación de financiamiento, aumentando el nivel de apalancamiento de los recursos iniciales disponibles.
- ✓ Superar las barreras asociadas a la falta de garantías reales por parte de las PyMEs.
- ✓ Se minimiza la posibilidad de distorsión en la utilización de los fondos.
- ✓ Eliminan los costos ocultos que puedan existir en las organizaciones.
- ✓ Posibilidad de compatibilización con otros objetivos no estrictamente financieros, entre los cuales puede destacarse la asistencia técnica, la capacitación, la promoción del asociativismo, la contribución al desarrollo de capital social.
- ✓ Optimizar la capacidad de financiamiento. Empresas con elevados niveles de endeudamiento o en dificultades patrimoniales pueden verse impedidas de participar en nuevos negocios. La utilización de esquemas de financiamiento estructurado puede sortear esta limitación y permitir que los intereses económicos de accionistas y acreedores se organicen sobre la base de cada proyecto y/o unidad de negocio en particular.
- ✓ Mejores condiciones para la captación de fondos.

Por su parte, Porto José²⁹¹ menciona otras ventajas del fideicomiso:

- Baja el costo de endeudamiento por disminución del riesgo.
- Crea nuevas fuentes de crédito.
- PyMEs que no son sujetos de crédito, pueden transferir bienes a una Sociedad Fiduciaria, para que ésta optimice su administración y, desde su mejor nivel de riesgo, obtenga financiación bancaria o a través del mercado de capitales.
- Resolución extrajudicial más rápida por vía de liquidación. Ante el incumplimiento de obligaciones, el fiduciario está autorizado por el contrato a vender el bien fideicomitado, evitando los tiempos de un proceso judicial que implica una ejecución prendaria o hipotecaria.
- Ciertos tipos de fideicomiso, tienen importantes ventajas impositivas.

En la entrevista mantenida con Tcharikian Gustavo²⁹² agregó que “Esta operatoria abarata los costos de recupero de manera que también abarata el costo del préstamo, y es una manera me parece también de asegurar el recupero del préstamo por parte del acreedor, lo cual redundaría en una mejor garantía y genera la posibilidad de que existan mayor voluntad de préstamos, a tasas más bajas inclusive y a acceder a condiciones más flexibles por los beneficios que se recibe a través del fideicomiso”.

²⁹⁰ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 28, 47 y 48.

²⁹¹ Porto, José Manuel; Ob. Cit.

²⁹² Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.6.



Tcharikian nos da un ejemplo haciendo una comparación con el crédito hipotecario, por ejemplo. Encontramos que en un crédito hipotecario la propiedad del inmueble está en cabeza del deudor, el deudor lo que le da al acreedor es un derecho que es el derecho real de hipoteca, y ese derecho lo que le otorga al acreedor es la posibilidad ante el incumplimiento del deudor de reclamar contra el deudor el pago de la deuda llegando incluso hasta el remate de esa propiedad que está hipotecada para que con los fondos producidos del remate pueda cobrarse el crédito adeudado. Si en vez de utilizar la hipoteca utilizamos la figura del fideicomiso relacionada con bienes inmuebles para garantizar un determinado crédito, lo que se hace con la figura del fideicomiso es que el inmueble ya no queda en cabeza del deudor, el inmueble pasa en propiedad fiduciaria a un fideicomiso. Ese fideicomiso lo que va a hacer es garantizar el pago de la deuda que tomo el deudor, y en caso de falta de pago de la deuda, lo que hace el fiduciario (como es el propietario del inmueble) es directamente ponerlo a la venta en el mercado sin necesidad de un juicio previo, sin necesidad de tener que afrontar largos tiempos judiciales y sin necesidad de un remate judicial en donde los precios de las propiedades son menores. En dicho caso, el fiduciario puede poner a la venta la propiedad directamente y con el producido de la venta en el mercado y con precios de mercado, pagarle el acreedor el crédito adeudado. De esta forma, se haría muchísimo más dinámica la recuperación de los créditos en caso de demora del deudor y esta forma de fideicomiso podría utilizarse para garantizar préstamos para compra de vivienda única, para garantizar préstamos destinados al capital de trabajo, a inversión o a cualquier tipo de préstamos. Es decir, lo que se hace con ese inmueble es cederlo en propiedad fiduciaria a un fideicomiso, deja de estar en cabeza del deudor y el fiduciario en caso de falta de pago del deudor tiene la posibilidad de disponer mucho más fácil del inmueble. Este mismo ejemplo puede ser llevado también a los préstamos prendarios, con bienes muebles.

Respecto del fideicomiso financiero con oferta pública en el ámbito del mercado de capitales, Diéguez Hugo²⁹³ nos dice “En término de tasas no hay mucha diferencia con otras formas tradicionales de financiamiento.

Lo cierto es que con el fideicomiso logran financiarse PyMEs que quizás no son sujeto de crédito apto para los bancos. Tener acceso al mercado de capitales es un elemento estratégico, especialmente cuando los bancos no están otorgando créditos y con una política de crédito restrictiva. En cambio en el mercado de capitales siempre tienen acceso, a diferencia de los bancos que eventualmente pueden cortar las líneas de crédito. Esta estrategia puede significar la continuidad de la compañía. No siempre el mercado de capitales le va a permitir bajar los costos, pero si acceder al crédito en un contexto fluctuante”.

Según Cosentio Héctor²⁹⁴, “Una ventaja que tienen a favor el fideicomiso es que es calificado por sí mismo, con CUIT propio, con una denominación legal separado de la empresa, entonces una empresa que no esté en un buen momento económico financiero si tiene un proyecto que se paga, lo mete dentro de un fideicomiso y al que se va a calificar es al fideicomiso, por lo tanto puede lograr tener un financiamiento que puede después mejorar la empresa”.

Observamos que las ventajas del fideicomiso son notorias. A pesar de ello, no pretendemos decir que el fideicomiso sea la mejor o la única forma de financiamiento que deba utilizar una PyME, pero si creemos que es un excelente

²⁹³ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.8.

²⁹⁴ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.14.



recurso complementario de otras formas que pueda estar utilizando la empresa, a fin de poder alcanzar los objetivos financieros que se haya propuesto.

Se destaca del fideicomiso el beneficio de flexibilizar, facilitar y dinamizar la constitución de garantías y la realización de esas garantías para el recupero del préstamo.

Entendemos que en función de las amplias ventajas que proporciona el fideicomiso, se presenta como una herramienta que podría realizar un gran aporte en la resolución del problema de financiamiento de las PyMEs especialmente en lo concerniente a la falta de garantías y a la posibilidad de poner foco en el flujo de fondos y el plan de negocios más que en el patrimonio o el historial de crédito de la empresa. Esto podría dar lugar también a que se pueda acceder a mayores plazos de financiamiento y a tasas más competitivas. Esto último, lo decimos sin perjuicio de que el financiamiento a largo plazo depende en gran medida de la confianza y de la situación del país.

7.5.1. Ventajas de la securitización

La securitización representa varias particularidades dentro del fideicomiso y es por eso que mencionaremos algunas ventajas especiales de su utilización²⁹⁵:

- Disminuye el costo del endeudamiento.
 - a) Se suprime el margen por intermediación, eliminando los spreads bancarios y financieros, acercando así la tasa activa a la pasiva; en tanto la retribución del fiduciario, se estipula como un porcentaje o un monto fijo, por la administración del fondo de afectación.
 - b) Los títulos valores, puede adquirir una calificación de riesgo más favorable, que la de los activos que la respaldan; por lo tanto su colocación, se podrá efectuar a tasa más baja.
- Otorga liquidez a un activo, que no era endosable o transferible en el mercado secundario.
- Soluciona problemas de descalce financiero, ya sea en plazos, tasas o monedas.
- La ampliación de los plazos de amortización de los títulos, que son mayores a los activos que los respaldan.
- Crea una nueva opción de inversión y financiación.
- Reduce para las entidades financieras, los requerimientos obligatorios de patrimonio, y provisiones por riesgo de incobrabilidad.
Mayor seguridad para los inversores.
- Ventajas impositivas: De acuerdo con lo descrito en Tratamiento Impositivo.

Consideramos que el hecho de poder beneficiarse con las ventajas y beneficios mencionados dependerá del tipo de empresa, el rubro de actividad y el tipo de fideicomiso utilizado. Cabe destacar también que recientemente has sido eliminados algunos beneficios impositivos que recaían sobre los fideicomisos financieros.

²⁹⁵ Porto José Manuel; Ob. Cit.

7.6. Aspectos claves que podrían determinar el éxito o fracaso de un fideicomiso.

En esta sección, nos basaremos principalmente en las entrevistas personales realizadas. Para ello, tomaremos las opiniones y comentarios más destacados.

Según Franco Marcelo²⁹⁶, “Para asegurar el éxito, dada la gran flexibilidad de estructuración que presenta un fideicomiso, es fundamental que exista un espíritu de buenos negocios y de ética entre todas las partes intervinientes. Si bien puede parecer obvio, no siempre es entendido de esa manera, y no siempre se tiene la misma intencionalidad de poder llevar a cabo un negocio honesto prestándose el mismo para realizar operaciones fraudulentas.

Otros factores que considero importante son: La elección del fiduciario, la persona que en definitiva está encargada de llevar la administración del fideicomiso, la transparencia con la cual se maneje toda la administración del fideicomiso es muy importante; Que las reglas del contrato de fideicomiso estén absolutamente claras desde el primer momento, que el contrato establezca todas y cada una de las partes y que a su vez tenga un contenido de previsión respecto de contingencias futuras que puedan sucederse, considero que el marco de una estructuración de un buen contrato de fideicomiso soluciona eventuales inconvenientes que puedan surgir a futuro; Que no haya ambigüedad en la parte estructural es clave como así también el buen acompañamiento fiscal para no generar ningún perjuicio y no dañar a ninguna de las partes intervinientes en el fideicomiso; Asimismo, la comunicación que exista entre las partes es fundamental para evitar malas interpretaciones ya que al ser un producto que se estructura a medida y es diseñado conforme a las necesidades de cada uno de los intervinientes, es importante que la información sea clara y llevada a cabo en tiempo y forma”.

De acuerdo con Tcharikian Gustavo²⁹⁷, “Desde lo jurídico el éxito o el fracaso del desarrollo de un fideicomiso en Argentina va a estar bastante relacionado con que recepción jurisprudencial tenga este instrumento en las distintas discusiones judiciales que se vayan suscitando sobre su validez, sobre su oponibilidad a terceros, sobre su subsistencia frente a concursos o quiebras, este es un instituto que aunque tiene en la Argentina alrededor de 15 años de legislado, no tiene demasiados precedentes jurisprudenciales que puedan hacerle sentir o percibir a las entidades financieras que tiene una garantía absoluta que no va a ser revocada judicialmente, con lo cual el transcurso del tiempo y el apoyo jurisprudencial a este instituto va hacer que su desarrollo vaya creciendo.

Otro aspecto relacionado con el éxito del fideicomiso es la publicidad, promoción y la recepción favorable que tenga en los distintos mercados este instrumento, que tanto a los actores financieros como a los receptores de los créditos, les resulte y lo perciban como un instrumento confiable, para que la decisión de los distintos actores del mercado vaya en el sentido de utilizar este instrumento como una solución posible”.

Por su parte Llambias Ariel²⁹⁸ opina que los aspectos claves son “La calidad en la instrumentación, en la estructuración y saber bien a quien está dirigido”.

²⁹⁶ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N° 11.1.1.

²⁹⁷ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.6.

²⁹⁸ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.7.

De forma similar, Boero Federico²⁹⁹ sostiene que en su opinión, el aspecto clave más destacados es “La estructura, la seguridad financiera que se le hace al producto”.

Para Pertierra Canepa Francisco³⁰⁰, “Un factor crítico y clave es tener un buen *business plan*,... El segundo factor de éxito es tener una buena estructuración,... El tercer tema importante es armar un contrato que contenga ese *business plan* y que arme toda esa estructuración”.

En términos de Cosentino Hector³⁰¹, “En primer lugar, tiene que tener un proyecto muy viable, algo concreto y que se demuestre numéricamente que tiene capacidad de repago el fideicomiso. En segundo lugar, es que el fideicomiso este avalado, quien es el fiduciante, quien es el agente de bolsa que lo coloca”.

7.7. Etapas para estructurar un fideicomiso.

Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis³⁰², comentan las etapas para estructurar un fideicomiso. Desde ya que podrán ser modificadas por la naturaleza de la operación y las características de las partes que intervienen. En resumen, las mismas son:

1) *Análisis de viabilidad*: en esta etapa se analiza el negocio del fiduciante con su respectiva “carpeta de crédito” y la integración del fideicomiso en el mismo; Se pretende conocer exhaustivamente cómo funciona la cadena, desde la obtención del producto hasta su posterior elaboración, comercialización, y cobro. El objetivo principal consiste en evaluar el ciclo de producción en su conjunto de forma tal de poder identificar la potencial demanda de crédito y las posibles garantías que se puedan integrar. También se hará un conocimiento de las partes intervinientes, una definición del activo que se va a ceder al fideicomiso y del objeto del mismo; Se evaluarán los riesgos a los que estará expuesta la operación y se estudiarán las clases de fideicomisos a estructurar.

2) *Carta de compromiso*: En caso de ser factible, las partes firman una carta compromiso con una mención previa de los trabajos a realizar.

3) *Estructuración de la operación*: Se diseña el tipo de fideicomiso a estructurar, considerando el activo a ceder.

Luego del análisis de viabilidad, en esta etapa hay que bajar al grado de detalle, ya que lo que se resuelva en esta etapa es la base de todas las negociaciones futuras. Para ello, hay que desarrollar el “*plan de negocios*”. El plan debe contar con el flujo de fondos.

La principal fuente de repago de esta tipología de instrumentos es el flujo de fondos que se origine con el desarrollo y operación del proyecto. Por ello, el plan de negocios resulta un componente imprescindible.

El diseño de la operación tendrá implícita la canalización de un financiamiento a medida, que estará completamente ajustado al flujo de fondos que genere la actividad que se pretenda financiar.

²⁹⁹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.15

³⁰⁰ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.11.

³⁰¹ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.14.

³⁰² Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis. Ob. Cit. Pág. 14



4) *Formulación del precontrato*: Se ordena el texto y se formula en un documento.

5) *Acta societaria autorizando la operación*: El órgano social ejecutivo del fiduciante debe aprobar la realización del fideicomiso.

6) *Elección del fiduciario*: Se procede a contactar a los diferentes candidatos a ser fiduciarios.

7) *Acta societaria disponiendo la realización del fideicomiso y aceptando el fiduciario*: El órgano social ejecutivo del fiduciante retoma lo dispuesto en el punto 5, aprueba el fiduciario seleccionado y disponen realizar el fideicomiso.

8) *Firma del contrato preliminar*: Por medio de este documento se pone en marcha el armado final del fideicomiso.

9) *Firma del contrato*.

10) *Ejecución*: Se pone en marcha el fideicomiso conforme lo establecido en el contrato.

11) *Liquidación*: Cierre del fideicomiso cumplidos los objetivos e incluso antes del vencimiento del mismo. También, se debe preparar un balance de cierre. Asimismo, si fuera el caso de un fideicomiso financiero con oferta pública, antes de iniciar la ejecución de la operación, deben considerar los siguientes pasos adicionales:

A- *Calificación*: Partiendo del contrato, se pide la calificación de los valores que emita el fideicomiso y que vayan a cotizar en los mercados de valores.

B- *Preparación del prospecto*: armado de un documento para ser distribuido entre los inversores.

C- *Pedidos de autorización*: Presentaciones ante la C.N.V., el B.C.B.A., M.A.E.

D- *Publicación del prospecto*. *Colocación*: una vez autorizado, se procede a publicar en el boletín de la B.C.B.A. el prospecto.

E- *Suscripción*: Los inversores cuyas ofertas fueron aceptadas, deben pagar los títulos comprados.

Finalmente, en cuanto al tiempo estimado de estructuración de un fideicomiso y según Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis³⁰³, "El tiempo consumido por los primeros pasos de un fideicomiso dependen del tipo de negocio en el cual el fideicomiso se va a insertar, de la calidad de información que produzca el fiduciante, de lo avanzado que éste tenga la generación del activo fideicomitado, de la naturaleza de ese activo y de la habilidad del estructurador de la operación... También influye el tipo de fideicomiso que se deba diseñar y el tipo de fiduciario con que se quiera o deba operar... el tiempo consumido en los pasos previos a la ejecución depende de la posibilidad de eliminar o realizar simultáneamente algunos de ellos."

³⁰³ Varela Marcelo Gabriel y Guglielmetti Luis. Ob. Cit. Pág. 47



En tal sentido, dichos autores sostienen que normalmente estas etapas pueden consumir medio año o más.

Observamos que este tipo de herramientas son complejas y requieren de una mayor planificación y asesoramiento profesional para su correcta estructuración. Si bien podría aplicarse prácticamente a todo tipo de PyMEs, tal como lo estudiamos anteriormente, consideramos que no todas tendrían estarían preparadas o tendrían la capacidad de acceder a un fideicomiso sin ayuda externa.

7.8. Modelos y casos. Fideicomisos aplicados a la financiación de PyMEs.

7.8.1. Fideicomiso de garantía de financiación a una PyME.

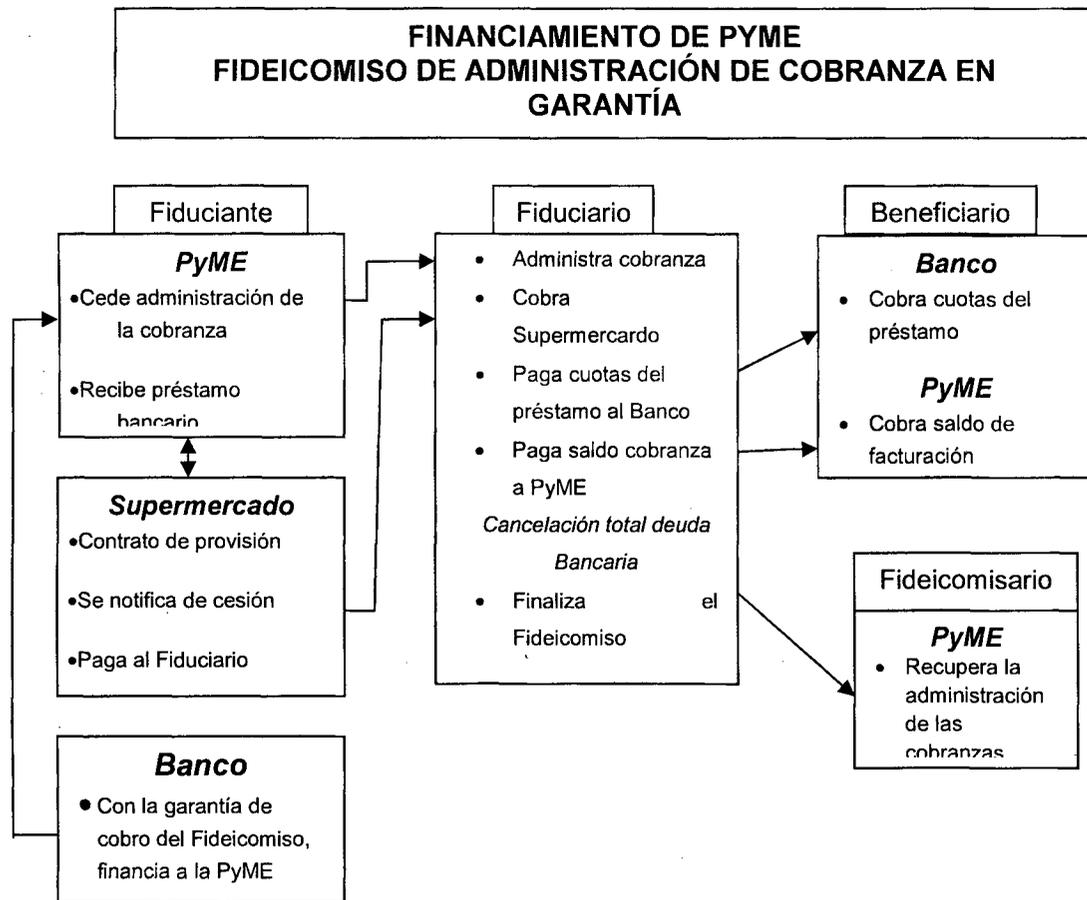
Porto José³⁰⁴, nos aporta un ejemplo real, de un fideicomiso de garantía, que posibilitó la financiación de una PyME, originalmente no sujeto de crédito.

Una PyME industrial, con necesidad de capital de trabajo y sin garantías fiables, pero con un contrato de compra de sus productos, firmado por un importante supermercado, pudo acceder a una línea de crédito bancaria, a través de la siguiente operatoria:

- a) La PyME (fiduciante) cede a un fideicomiso, la cobranza a originarse por el contrato de compra del supermercado. Le encarga al fiduciario abonar al banco (beneficiario 1°) acreedor de la PyME, las cuotas mensuales de amortización e interés; y entregar al beneficiario 2°/fiduciante, los excedentes.
La garantía de cobranza brindada por el fideicomiso, acota el riesgo de incobrabilidad, por lo que el Banco/Beneficiario, otorga el crédito a la empresa.
- b) El administrador fiduciario cobra directamente del supermercado, abona la cuota mensual al banco acreedor/beneficiario, gira el saldo a la pequeña empresa industrial.
- c) A la cancelación del crédito bancario, se extingue el fideicomiso y la PyME (fiduciante/beneficiario 2°/fideicomisario), recupera la administración y disponibilidad de los flujos remanentes del contrato.

³⁰⁴ Porto, José Manuel; Ob. Cit.

Gráfico 10. Financiamiento de PyME fideicomisos de administración de cobranza en garantía.



➤ **Caso de fideicomiso de administración:**

Por su parte, Cosentino Adrian³⁰⁵ nos aporta un circuito operativo básico que a modo de ejemplo consiste en:

- A) Suscripción del Fideicomiso, entre Fiduciante/s y Fiduciario.
- B) El Fiduciante entrega los bienes al Fiduciario.
- C) Contra dicha integración, los inversores aportan los montos correspondientes (El Fiduciario celebrará CM con los inversores).
- D) El fiduciario recibe los fondos de los inversores y los destina a efectuar un adelanto al Fiduciante por los bienes integrados.
- E) El fiduciario debe realizar las gestiones necesarias para la comercialización del producto final.
- F) El producido de las ventas deberá destinarse a: Cubrir las acreencias del Fideicomiso; Cubrir los gastos del fideicomiso; El remanente entregarlo al Fiduciantes.

➤ **Caso de fideicomiso en garantía**

Según Franco Marcelo³⁰⁶, "las PyMEs tienen la posibilidad de poder generar recursos financieros a partir del financiamiento que consiguen a través de los particulares, familiares y allegados que conocen al empresario PyME y estarían dispuestos a invertir en su empresa. Se desatiende mucho ese punto ya que al

³⁰⁵ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 32.

³⁰⁶ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.1.



haber una relación de estrecha confianza, no se encargan de darle un marco estructural, la propia PyME podría generar su propia estructura de financiamiento a través de un fideicomiso privado, dándole un marco de solidez, de estructura y de administración más robusta a esa situación. Creo que el empresariado PyME, subestima el hecho de poder estructurar fideicomiso privado como una fuente de financiamiento.

Esto conlleva también que el Estado genere un marco de estructuración a ese financiamiento, que les de todo el marco de legalidad, regulación y beneficios fiscales, regularidad y de administración para que efectivamente se termine consolidando como alternativa formal de financiamiento”.

Por su parte, Ferreyra Jorge³⁰⁷ recomienda comenzar de la siguiente forma, “Primero estructurando un fideicomiso ordinario privado y después, cuando se tiene una masa crítica importante, estructurando un fideicomiso con oferta pública”.

Por su parte, Cosentino Adrian³⁰⁸ nos aporta un circuito operativo básico que a modo de ejemplo consiste en:

A) Suscripción del Contrato de Fideicomiso (CF) y del Contrato de Mutuo (CM):

A.1) CM: se suscribe entre el fiduciante y el Beneficiario.

A.2) CF: se suscribe entre el Fiduciante y el Fiduciario, con notificación al Beneficiario.

B) El Fiduciante realiza el Aporte Fiduciario, es decir que aporta los bienes al fiduciario para su custodia en garantía.

C) Cuando vence el préstamo que se garantiza con el Fideicomiso, en caso de que el fiduciante no cancele su obligación con el Beneficiario, el Fiduciario realizara la ejecución de los Bienes Fideicomitados.

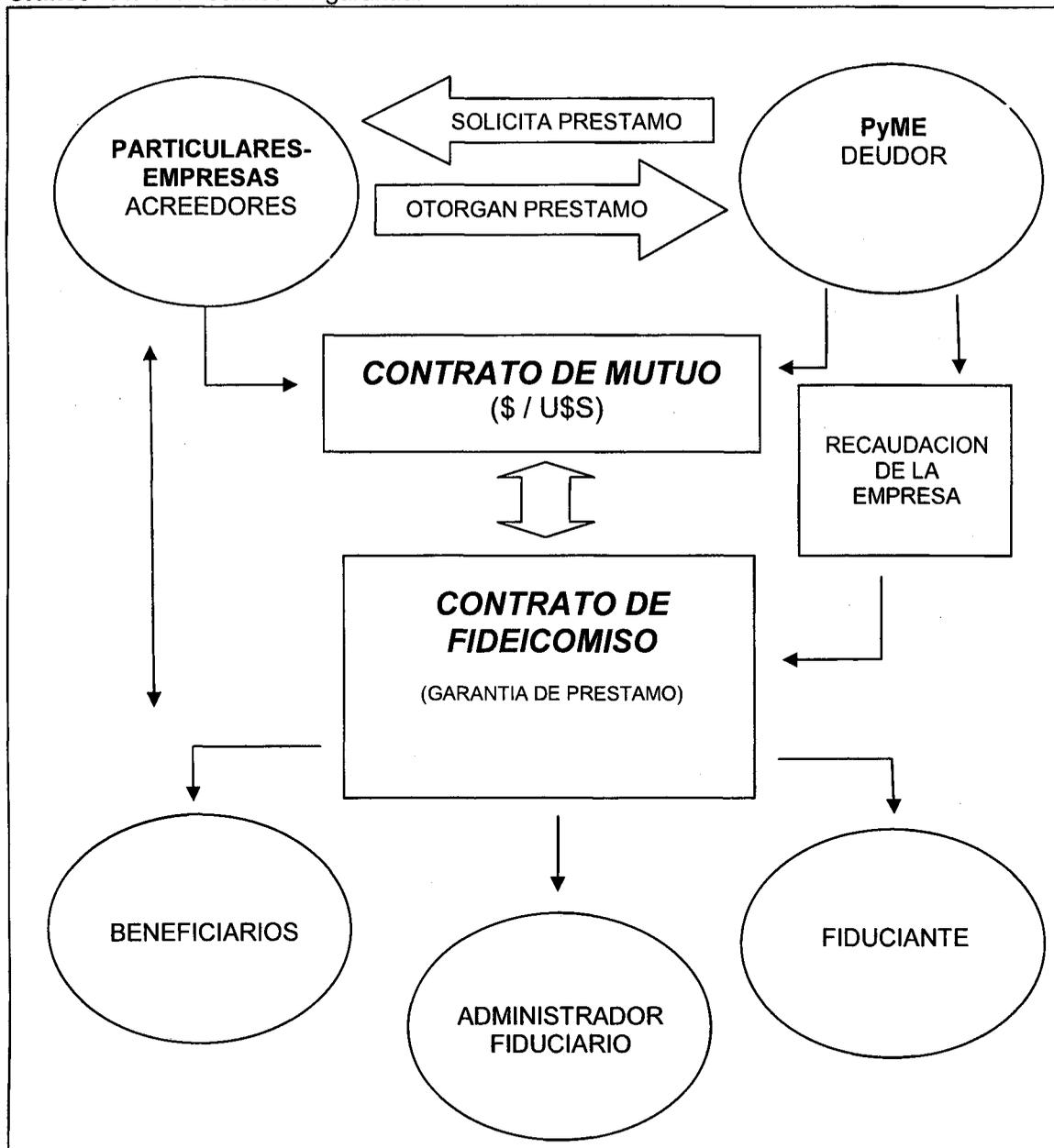
D) Con el producto de dicha ejecución, el Fiduciario tendrá que darle al Beneficiario, por hasta el monto de las acreencias garantizadas.

E) En caso de que haya un remanente, tendrá que ser entregado al Fiduciante.

³⁰⁷ Ver texto en el Capítulo de Anexos, entrevista N°11.1.4.

³⁰⁸ Cosentino, Adrian y otros. Ob. Cit. Pág. 29 y 30.

Gráfico 11. Fideicomiso de garantía.



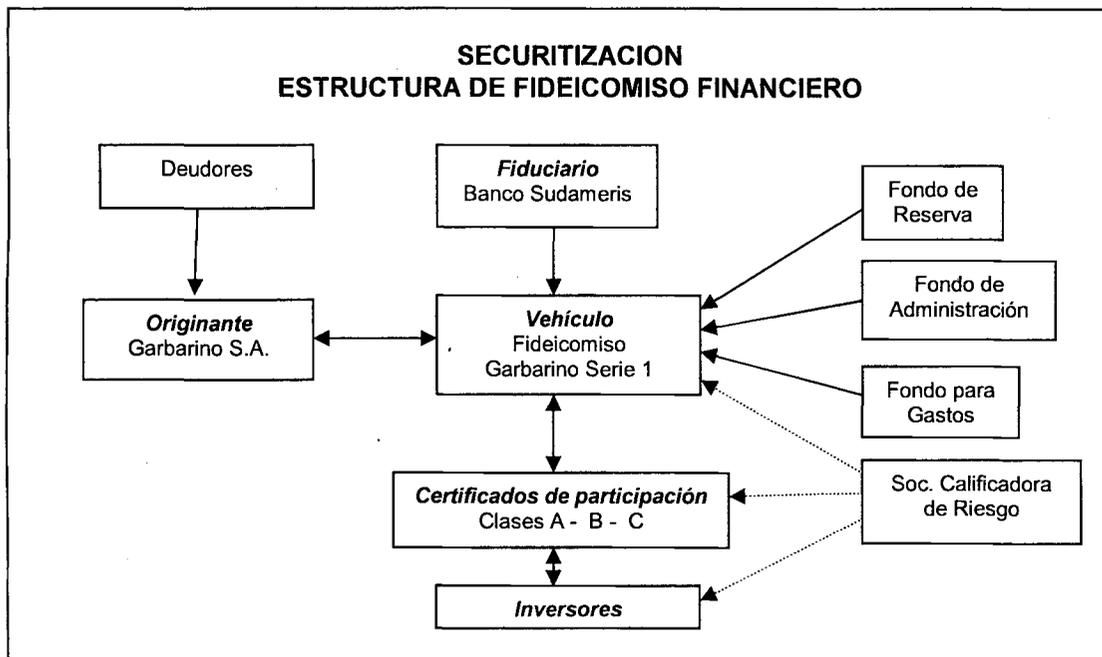
7.8.2. Securitización y su operatoria.

- Por un contrato de cesión de créditos, el originante o titular de un conjunto de activos análogos, transfiere en fideicomiso financiero, para que alguno de los sujetos autorizados emita títulos de crédito o de participación.
- El cedente de los créditos lo hace con el objeto de transformar derechos futuros en efectivo hoy, percibiendo total o parcialmente el importe de la cesión.
- El valor de la cartera de crédito, deberá ser mayor que el valor de los títulos de deuda emitida.
- El cedente, sólo garantiza la existencia y legitimidad del crédito con el deudor cedido, y no la seguridad de cobro.
- Se debe notificar al deudor de la cesión, salvo que la cesión de los créditos, se instrumente al amparo de la Ley 24.441. Cuando se trate de créditos prendarios, hipotecarios u originados en operaciones de leasing

registrables, la cesión deberá inscribirse en los registros correspondientes.

- El encargado de administrar los fondos de la titulación, realiza los cobros de los créditos cedidos y efectúa los pagos que correspondan a los titulares de las ON Garantizadas, Cuotapartes, Títulos de Deuda o Certificados de Participación, según su clase y serie.
- Al finalizar la operatoria, se liquida el saldo remanente a favor de los inversores y/o de corresponder, al originante tenedor de un certificado de participación residual.

Gráfico 12. Securitización estructura de fideicomiso financiero.



Los modelos de fideicomisos detallados pretenden ser solo una guía ejemplificativa. Por las características de esta herramienta, los modelos pueden ser muy variados ya que en definitiva pretendemos adaptarnos a las necesidades específicas de cada PyME.

7.9. Síntesis del trabajo de campo realizado.

El objetivo principal de esta sección es sintetizar la opinión de los especialistas entrevistados que al desempeñarse en distintos ámbitos y empresas, nos permite conocer la visión particular de cada uno desde su posición y bagaje de conocimientos, y a la vez unificar en resultados ciertos aspectos directamente relacionados al tema que nos ocupa.

El listado de los expertos entrevistados se detalla en el capítulo 5 de metodología aplicada para la elaboración de la tesis y el contenido completo de cada entrevista se encuentra compilado en el capítulo 11 de anexos.

Cabe destacar que las opiniones y los comentarios más destacados e importantes de las entrevistas personales realizadas ya han sido incorporados y transcritos textualmente en el cuerpo del análisis de situación e insertos en los respectivos temas tratados del capítulo 7. Es decir que como se dijo al inicio, lo que se pretende hacer en esta sección no es repetir los temas sino hacer una síntesis global.



Considerando que las entrevistas fueron abiertas y no estructuradas, vamos a detallar a continuación las preguntas más representativas. A su vez, para una mayor comprensión del tema y teniendo en cuenta el planteo del problema y los objetivos de la presente tesis, podemos agrupar las preguntas elaboradas en tres grupos:

A- Preguntas cuyas respuestas nos permiten enmarcar el problema del financiamiento de las PyMEs.

1. Según su opinión, ¿Qué relevancia tiene el sector de las PYMES para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?
2. Considerando la dimensión y la globalidad del problema ¿Cómo enfrentan hoy las PYMES el problema del financiamiento? ¿Qué fuentes de financiamiento utilizan? ¿A qué plazos se están financiando? ¿Cuál es la tasa promedio?
3. En relación a los requisitos que se piden en el sistema bancario/mercado de capitales para la aprobación de un crédito, ¿Qué posibilidades tiene una PYME Argentina de acceder al financiamiento?
 - 3.1. En caso de no tener posibilidades, ¿Por qué cree que a las PYMES se les dificulta el acceso al financiamiento?
4. ¿Cómo cree que se podría mejorar la relación de riesgo en términos de financiamiento y establecer una relación ganar-ganar entre el deudor y el acreedor?
5. En su opinión, ¿Que exigencias se deberían flexibilizar para poder acceder al financiamiento? ¿Cuál debería ser el foco de análisis? ¿Qué se necesita para que haya más financiamiento Pyme de largo plazo? ¿Qué consejos le darías a una pyme para mejorar sus condiciones crediticias?

Todos los entrevistados coincidieron en destacar la importancia de las PyMEs, especialmente por la generación de empleo y el aporte al PBI que generan.

Respecto del financiamiento, los entrevistados comentan que enfrentan el problema de financiamiento utilizando varias alternativas, es decir que la estrategia parecería ser la de no tener una única fuente de financiamiento sino contar con varias que permitan en su totalidad cubrir la necesidad financiera de la empresa. Entre las mencionadas, las principales son:

- Fondos propios.
- Bancos: descubierto en cta. cte., descuento de cheques, prestamos financieros amortizables.
- Mercado de capitales: cheques avalados, cheques patrocinados, ON y Fideicomisos financieros.
- Banca ilegal o "cuevas".

En cuanto a los plazos, los entrevistados nos informan que la mayor parte del financiamiento del que disponen hoy las PyMEs es de muy corto plazo, en la mayoría de los casos no superan los 12 meses. Respecto de las tasas, comentan que están muy elevadas y que en la mayoría de los casos son variables, lo cual dificulta aún más las proyecciones de largo plazo.



Referido a los requisitos que solicitan los bancos o el mercado de capitales a una PyME para acceder al financiamiento, en ambos casos los entrevistados coinciden en decir que son exigentes y elevados lo cual les dificulta las posibilidades de calificar para un crédito. Asimismo, cabe destacar que varios de los entrevistados hacen mención de la informalidad y la falta de profesionalización de las PyMEs, lo cual dio lugar a una sección especial de la investigación de la presente tesis que no estaba prevista originalmente. Es decir que, se advierte que el problema o la responsabilidad es compartida entre las PyMEs y las entidades financieras.

En términos de establecer una relación ganar/ganar entre el deudor y el acreedor, los entrevistados coinciden en la necesidad de establecer una relación más equitativa ya que las PyMEs, por sus características propias, se han visto en reiteradas ocasiones en condiciones de inferioridad o desprotegidas lo que da lugar a abusos por parte de las entidades financieras. Se demanda una participación más activa del Estado como regulador del mercado financiero.

Los entrevistados coinciden en decir que se deberían flexibilizar las exigencias de garantías para poder acceder al financiamiento o al menos poder contar con apoyo del Estado para poder salvar esta falencia. Asimismo, coinciden en decir que el foco de análisis debería ser el flujo de fondos. Para que haya financiamiento de largo plazo, todos coinciden en decir que se deberían mejorar las condiciones económicas y políticas del país generando mayor estabilidad y credibilidad. Entre los consejos que dan a las PyMEs para mejorar las condiciones crediticias, varios coinciden en decir que deberían ser más transparentes, formales, profesionales y armar un buen plan de negocios.

B- Interrogantes cuya respuesta nos permite establecer una relación entre el financiamiento para PyMEs y el fideicomiso.

6. Considerando su experiencia en financiamiento para PYMES ¿Qué opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PYMES? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?
7. En relación al financiamiento a PYMES basado en la utilización del fideicomiso: ¿Considera que se les podría facilitar el acceso al financiamiento? ¿Por qué? / ¿Cree que se podría potenciar y maximizar el financiamiento a PYMES con el fideicomiso? ¿Por qué?
8. ¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PYMES o solo a un sector? ¿Cuáles serían las razones?
9. ¿De acuerdo a los diferentes tipos de fideicomisos, cuáles son los más utilizados en la actualidad por las PYMES considerando su rubro de actividad? ¿Por qué?
10. ¿Por qué cree que los inversores del mercado local, estarían dispuestos a participar en fideicomisos destinados a PYMES? ¿Cuáles son los inversores que potencialmente podrían invertir en PYMES?

Según los entrevistados, el fideicomiso es viable aunque en algunos casos podría encarecer demasiado el financiamiento. La mayoría coincide en decir que



por las características y ventajas que presenta, se les podría facilitar el acceso al financiamiento e incluso permitirles acceder a un mayor monto financiado.

En cuanto a que si podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs, los entrevistados coinciden en decir que se adapta prácticamente a todo tipo de empresas aunque dependiendo del caso, del tipo de PyME y negocio en el que opera, el fideicomiso podría ser una alternativa económicamente conveniente o no. Para el caso de los fideicomisos financieros, la mayoría de los entrevistados coincide en decir que las empresas agropecuarias y las de consumo de electrodomésticos son las que mejor han podido sacar provecho de esta estructura. Para el caso de los fideicomisos ordinarios, los entrevistados coinciden en decir que sería aplicable prácticamente a todo tipo de PyMEs siendo el rubro de la construcción uno de los que más lo ha explotado.

Respecto de los tipos de fideicomisos más usados, la mayoría de los entrevistados sostiene que se destacan los fideicomisos financieros colectivos e individuales y los fideicomisos ordinarios de administración y los de garantía.

En relación a los inversores que podrían invertir en fideicomisos PyMEs, los entrevistados respondieron que se destaca la ANSES en el mercado de capitales e inversores privados de alto rango que necesiten diversificar sus carteras.

C-Preguntas cuyo objetivo es determinar la situación y aplicación específica del fideicomiso en PyMEs:

11. ¿Cuáles son los factores críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso?
12. ¿Cuáles son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?
13. ¿Cuáles son los costos para estructurar un fideicomiso como instrumento de financiamiento? ¿El fideicomiso es una herramienta que efectivamente permite bajar los costos de financiamiento? ¿Los mismos podrían ser absorbidos por una PYME?
14. ¿Qué medidas debería tomar el Estado para fomentar la financiación a PYMES mediante la instrumentación de fideicomisos?
15. Según su opinión, ¿quién sería la persona más idónea para asesorar a las PYMES para acceder a un fideicomiso?

En lo concerniente al éxito o fracaso de un fideicomiso, las respuestas han sido variadas y extensas por lo que pueden leerse directamente en el apartado 7.6 donde se hizo una compilación de las más destacadas entre las que podemos mencionar la correcta estructuración y contrato del fideicomiso y tener un buen plan de negocios, entre otros. La misma suerte tuvimos con las preguntas relacionadas a las ventajas y beneficios que se pueden leer en el apartado 7.5. A pesar de ello, podemos mencionar algunas que fueron comunes a todos los entrevistados como la mejora de la garantía haciendo una separación del patrimonio del fiduciante y que es una herramienta muy flexible.



En cuanto a los costos de estructurar un fideicomiso, los entrevistados coinciden en decir que es muy variable, dependerá básicamente del tipo de fideicomiso a implementar, de su plazo, de la cantidad de partes intervinientes y en general de la complejidad de la operación. Se destaca la opinión de que quizás no sea la alternativa ideal para bajar costos pero si que podría ser un buen complemento en la estrategia financiera para cubrir la necesidad de fondos. En líneas generales, la mayoría de los entrevistados sostienen que para que se justifique en términos de costos, debe tratarse de una empresa mediana que pueda sumar la masa crítica suficiente para amortizar los gastos fijos que se generan o que sea una PyME que forme parte de una cadena de valor que le permita estructurar un fideicomiso financiero colectivo. En la sección 7.4 se amplía el tema con opiniones textuales de los entrevistados.

Respecto de las medidas que debería tomar el Estado, la mayoría de los entrevistados sostiene que debería darle mayor difusión para que se conozca más la figura del fideicomiso y se extienda su uso, debería aportar garantías y fondos de financiamiento a fideicomisos PyME y otorgar exenciones impositivas a dichas empresas. En la sección 7.2.9 se amplía el tema con extractos textuales de las opiniones más destacadas.

En lo referente a la persona más idónea para asesorar a una PyME en el armado de un fideicomiso, las respuestas fueron variadas. Los más mencionados por los entrevistados fueron Contadores, Abogados y Consultoras, en todos los casos destacando que debe tratarse de profesionales especializados en la materia.

8. CONCLUSIONES

Como fruto del trabajo de investigación y del análisis expuesto en los capítulos precedentes, en esta instancia se formulan las conclusiones generales seguida de una síntesis, con el fin de extraer consideraciones teórico-prácticas destinadas a brindar una visión integral de la temática abordada. Asimismo, en esta etapa se propone dar respuesta a los objetivos de la tesis planteados en el Capítulo 4. En tal sentido, se pueden obtener las siguientes conclusiones:

1) *El financiamiento a PyMEs.*

Luego de haber estudiado los problemas de las PyMEs argentinas para acceder al financiamiento, podemos determinar que la problemática es compleja y que, por su importancia para la economía Argentina y las particularidades del caso, requieren de un tratamiento especial al resto de las grandes empresas, especialmente cuando nos referimos a su financiamiento. Hemos podido observar que las entidades financieras privadas muestran cierta reticencia a operar con PyMEs ya que demandan un gran esfuerzo de análisis y terminan representando márgenes de ganancia poco atractivos en comparación con la rentabilidad que le podría reportar una empresa grande con un nivel de esfuerzo similar.

Además, consideramos que la Argentina presenta un escenario de inestabilidad política, económica y financiera recurrente, donde las PyMEs ven amenazada su continuidad y desarrollo permanentemente, haciendo que para lograr la supervivencia, deban reformular sus estrategias competitivas continuamente.

En este contexto, la complejidad de la situación actual, requiere que se replanteen los paradigmas que sustentaban las estrategias organizacionales de financiamiento. Es así como las áreas financieras tuvieron la necesidad de expandir su accionar y conducirse a reformular las estrategias, para lo cual fue necesario conocer claramente la realidad de las PyMEs y su problemática específica ante el nuevo escenario.

Hoy más que nunca, quienes intervienen en la resolución del financiamiento a las PyMEs, deben tener una visión global, flexible e integradora, para hacer una correcta interpretación del caso y poder aportarles soluciones válidas.

En base al análisis del tema, entendemos que hay una responsabilidad compartida para la solución de estos problemas que recae no solo en el Estado, sino también en los Bancos, el Mercado de Capitales, y las mismas PyMEs beneficiarias. Es decir que, independientemente del grado de responsabilidad y/o participación que cada uno pueda tener, si pretendemos arribar a una solución radical al financiamiento de las PyMEs, se debe abordar la problemática de forma conjunta y coordinada. En una síntesis de los actores mencionados y considerando el consenso de los especialistas, podemos decir que:

- a) ***El Estado Nacional:*** debido a las fallas del mercado, la presencia estatal en el mercado financiero es imprescindible. Es sin dudas el máximo responsable, está por encima de los demás actores del mercado y es quien debe regular la actividad. La falta de regulación del Estado sumado a la débil y desacertada generación de políticas públicas a favor de las PyMEs, dieron lugar a muchos de los problemas planteados. Dada su

importancia, lo trataremos por separado hacia el final de la presente conclusión.

- b) **Sistema Bancario y Mercado de Capitales:** Quizás lo ideal sería que la banca pública lidere este proceso. Sin embargo, ni la teoría ni la evidencia acumulada en Argentina u otros países ofrecen argumentos en contra de la participación de entidades privadas como banca de primer piso.

El principal problema que identificamos son los altos requisitos de información, de documentación respaldatoria, de situación patrimonial y garantías (especialmente reales/inmobiliarias) que las entidades solicitan normalmente a las empresas. Incluimos también en este segmento a las SGR que en última instancia terminan solicitando a las PyMEs prácticamente los mismos requisitos que un banco, siendo casi excluyente el requisito de contar con garantías reales, cosa que muchas empresas no pueden cumplir.

A pesar de que hay una alta cantidad de PyMEs que disponen de proyectos rentables, no pueden acceder al financiamiento porque el sistema bancario y el mercado de capitales no le otorgan el financiamiento solicitado o lo hacen imponiendo condiciones inaceptables de tasas altas, garantías exigentes y plazos cortos. Sin embargo, consideramos que no todas deberían tener acceso al crédito privado o público, deberían poder acceder solamente aquellas que disponen de una adecuada capacidad y voluntad de pago.

A su vez, consideramos importante destacar que si bien el nivel de depósitos del sistema bancario es bueno, la mayoría son depósitos "a la vista" o plazos fijos de muy corto plazo donde la mayor concentración no supera los 90 días. Esto nos hace pensar que sería difícil sostener un sistema sustentable de financiamiento a PyMEs de largo plazo con depósitos de corto plazo sin la intervención del Estado como regulador del mercado financiero. Además, el corto plazo de los depósitos podría leerse como una señal de la frágil confianza por parte de los agentes económicos sobre el sistema financiero.

Respecto del mercado de capitales, destacamos la idea de que entre las PyMEs, no hay una adecuada cultura financiera, es decir que el empresario PyME no identifica claramente al mercado de capitales como una alternativa de financiamiento accesible a la cual pueda recurrir. Quizás no termine siendo la solución definitiva al problema de financiamiento pero sin dudas cumple el rol de complementar la estrategia financiera de la empresa. Entendemos que una de las claves consistirá entonces en generar productos sencillos y útiles que permita acercar a las PyMEs al mercado de capitales. A su vez, para las PyMEs que deciden salir con instrumentos a la BCBA, un año es por lo general la última frontera.

En general, podemos observar que la porción del mercado financiero de Argentina orientado a PyMEs es escaso y de poco volumen, lo que da lugar a una demanda insatisfecha. El crédito al sector PyME es muy bajo, de corto plazo y a tasas predominantemente variables, lo que dificulta el financiamiento de proyectos de mediano y largo plazo.



En síntesis, observamos que los bancos y la BCBA en Argentina no encuentran suficientemente atractiva la actividad de préstamo al sector de las PyMEs y/o que la demanda de crédito de las empresas es escasa en relación a la captación de recursos del sistema (es baja incluso en relación a los cánones internacionales). A su vez, se observa que los bancos están orientados principalmente a la banca de individuos y familias.

De todas formas, parecería que para las entidades financieras, no es un buen negocio atender a las PyMEs y su diversidad de necesidades. Observamos que están abocados a vender principalmente productos financieros “enlatados”. Por tal motivo, es fundamental el rol del Estado como promotor del financiamiento a PyMEs.

En este contexto, consideramos que la figura del Fideicomiso se presenta como una herramienta alternativa para el sector PyME que hoy en día está desprovisto de un financiamiento acorde a sus necesidades y que en muchos casos no ha podido solucionar la manera de inyectar capitales a sus proyectos.

- c) **PyMEs:** En esta instancia, no quedan dudas de que el apoyo a las PyMEs genera un gran aporte en el empleo, el bienestar social y la economía del país en general. Sin embargo, se destaca la falta de profesionalización y la informalidad en las operaciones de muchas PyMEs, lo cual se manifiesta como uno de los principales impedimentos endógenos para acceder al financiamiento. Creemos que la política de asistencia financiera al sector debería estar separada de las políticas de asistencia social, dando prioridad al repago de las deudas y la medición cuidadosa del beneficio social neto de los programas públicos.

Entendemos que los mayores obstáculos para expandir el crédito al sector es la informalidad de estas empresas, la baja confiabilidad de sus balances contables, la falta de garantías y el alto costo de generar información contable para acotar el riesgo de aumentar la exposición en el sector.

Consideramos también que otro motivo por el cual las empresas no tomaron créditos no fueron solamente las exigentes condiciones de acceso que se solicitan sino que también se debió a la incertidumbre macroeconómica de la Argentina.

En otro orden, hemos observado que otros problemas que se le presentan a las PyMEs para acceder al financiamiento son los altos costos de intermediación financiera, el alto riesgo de repago (especialmente en las que son muy nuevas), el bajo nivel de información y la escases de financiamiento.

Hay que destacar que los bancos y el mercado de capitales muchas veces excluyen a las PyMEs por su imposibilidad de evaluarlas de forma razonable respecto de su voluntad y capacidad de pago. Esto nos lleva a pensar que el problema no es solamente la alta cantidad de requisitos que pueda requerir una entidad financiera, sino que también hay un serio problema de generación de información por parte de las PyMEs, ya sea por falta de profesionalización o por operar en la informalidad.

2) La falta de profesionalización y la informalidad de las PyMEs.

La falta de profesionalización y la informalidad en la que operan muchas PyMEs amerita un tratamiento especial. Consideramos que las PyMEs que tienen su economía o parte de ella de manera informal (en “negro”) obtienen “ventajas económicas relativas” y de corto plazo porque, en base al estudio realizado, difícilmente un banco o el mercado de capitales acceda a otorgarle un financiamiento a una empresa en tales condiciones. Esto se debe a que ninguna entidad financiera del circuito formal estaría dispuesta a asumir el riesgo por el alto nivel de incertidumbre y dudas que genera respecto de la información que pueda aportar la PyME.

Muchas empresas comienzan su actividad como emprendimientos unipersonales o familiares y al inicio tienden a cometer el error de pensar que si no operan en “negro” no tendrán posibilidad de competir o ser rentables. Asimismo, sabemos que son pocas las PyMEs que luego de los primeros años de vida logran subsistir y tener éxito. A su vez, dentro de las exitosas, es difícil pensar en subsistir en un mercado globalizado y competir sin contar con el apoyo de un financiamiento externo que potencie el crecimiento de la empresa. En este sentido, las empresas que operan formalmente y funcionan respetando las normas, tendrán a futuro más posibilidades de subsistir debido a que ello le permitirá luego acceder al mercado financiero.

Por otra parte, independientemente de la ilegalidad de las operaciones, hemos investigado que ello conlleva a que muchas PyMEs no tengan más alternativa que terminar financiándose en el mercado informal, en las denominadas “cuevas financieras” asumiendo altísimos costos de financiamiento.

El alto costo de financiamiento representa un problema de mediano y largo plazo, ya que para que una PyME pueda soportar un costo financiero total del orden del 40% TNA, tendría que contar con un negocio altamente rentable, es decir, que este por encima del costo de financiamiento. Como en la mayoría de los casos las PyMEs no logran tales niveles de rentabilidad, esta solución de financiamiento con altos costos y de corto plazo termina ahogando a las empresas hasta llevarlas a la quiebra.

3) Relación ganar/ganar.

Hemos estudiado que el fideicomiso plantea una relación de confianza entre las diferentes partes que lo conforman, y por ello sostenemos que para que el fideicomiso sea sustentable en el tiempo, las partes deben fundarse en una relación ganar-ganar. Dada la flexibilidad de estructuración que presenta el fideicomiso, se presenta como una excepcional posibilidad de establecer una relación ganar-ganar donde la PyME (fiduciante) podría acceder a un financiamiento a tasas convenientes y a un largo plazo, en tanto que el inversor (beneficiario) podría disponer de una garantía y tasa satisfactoria, entre otras.

4) El fideicomiso como recurso estratégico.

Hemos tratado de demostrar que el fideicomiso es un recurso estratégico y una excelente herramienta que aporta soluciones a los problemas de financiamiento de las PyMEs, especialmente por las ventajas que presenta frente a otras formas de financiamiento más tradicionales entre las que se destacan:

- a) La creación de una propiedad fiduciaria sobre los bienes fideicomitidos, generando la separación del patrimonio del fideicomiso de los patrimonios personales de los fiduciantes, los beneficiarios y el fiduciario. Esta ventaja es muy importante, ya que permite otorgar garantías adicionales y sólidas (por el aislamiento del patrimonio), especialmente para las PyMEs que en muchos casos no disponen de garantías reales, dificultades patrimoniales y elevados niveles de endeudamiento, cuyo activo es el conocimiento de su actividad productiva y el proyecto productivo que desarrollan. Esto permite involucrar en ciertas ocasiones el flujo de fondos de las distintas actividades que se financian como garantía.
- b) Otra ventaja es que permite hacer una evaluación crediticia sobre el negocio y no sobre la historia de la empresa.
- c) Es una herramienta muy flexible y adaptable a las características específicas de cada emprendimiento. Además, permite captar financiamiento de diferentes actores del mercado financiero.
- d) En algunos casos, baja el costo de endeudamiento por disminución del riesgo.
- e) Ante el incumplimiento de obligaciones, la resolución extrajudicial es más rápida y menos costosa por vía de la liquidación.

Frente a estas ventajas, no pretendemos decir que el fideicomiso sea la mejor o la única forma de financiamiento que deba utilizar una PyME, pero si creemos que es un excelente recurso complementario de otras formas que pueda estar utilizando la empresa, a fin de poder alcanzar los objetivos financieros que se haya propuesto.

Cabe destacar también que recientemente han sido eliminados algunos beneficios impositivos que recaían sobre los fideicomisos financieros.

Entendemos que en función de las amplias ventajas que proporciona el fideicomiso, se presenta como una herramienta que podría realizar un gran aporte en la resolución del problema de financiamiento de las PyMEs especialmente en lo concerniente a la falta de garantías y a la posibilidad de poner foco en el flujo de fondos y el plan de negocios más que en el patrimonio o el historial de crédito de la empresa. Esto podría dar lugar también a que se pueda acceder a mayores plazos de financiamiento y a tasas más competitivas. Esto último, lo decimos sin perjuicio de que el financiamiento a largo plazo depende en gran medida de la confianza y de la situación del país.

5) Aplicación del fideicomiso en PyMEs y formas utilizadas.

Se ha comprobado que el fideicomiso, principalmente por su flexibilidad, es una herramienta que podría aplicarse a todas las PyMEs, pero para que sea conveniente y beneficioso y que su uso no se torne antieconómico, se deberá estudiar cada caso en particular y aplicar el tipo o estructura de fideicomiso más adecuado.

En la BCBA los fideicomisos PyMEs corresponden solamente a empresas del sector agropecuario y comercial/consumo (especialmente PyMEs de electrodomésticos) teniendo prácticamente nula participación los demás sectores

de la economía. Se destaca también la incapacidad de los sectores como la industria, servicios y la construcción para poder utilizar el fideicomiso como instrumento de financiamiento en la BCBA. Estimamos que esto se debe en parte a que no logran formar un monto mínimo suficiente que permita armar estructuras que puedan soportar los costos de la emisión, sin llegar a generar un alto impacto en el costo financiero total que torne antieconómica la operación.

Asimismo, hemos investigado las principales formas y estructuras de fideicomisos utilizados en el mercado por las PyMEs como herramienta financiera, entre las que se destacan:

- a) **Fideicomiso financiero con oferta pública:** es el más utilizado por las PyMEs en el Mercado de Capitales pero sólo parece ser económicamente viable para PyMEs del sector agropecuario y en las PyMEs del sector de consumo (especialmente electrodomésticos) que, a su vez, logran estructurar fideicomisos colectivos y/o individuales. Para el caso de las empresas de consumo, la securitización de cupones de tarjetas de crédito resultó ser la práctica más habitual. Para el resto de las PyMEs, el fideicomiso financiero con oferta pública solamente es económicamente viable en empresas Medianas que por volumen logran hacer una emisión que justifique los costos, ya que en los casos de empresas Pequeñas y de forma individual, se terminan tornando prácticamente antieconómicos.
- b) **Fideicomisos ordinarios de administración y de garantía:** son los más utilizados en el sistema bancario y podrían ser aplicados con costos accesibles a casi todas las PyMEs. En el ámbito privado se utilizan mucho este tipo de fideicomisos y especialmente en el sector de la construcción. El fideicomiso ordinario de garantía es aplicable a todo tipo de PyMEs y en términos de costos de estructuración sería el más recomendable. Se estima que hay un gran desconocimiento de las ventajas de su uso en el resto de las empresas que aun no lo han implementado. El principal inconveniente del fideicomiso ordinario privado es que si bien el costo de estructuración es mas barato, esta modalidad tiene menor cantidad de exenciones impositivas para los inversores, especialmente en lo referido al IVA y al impuesto a las ganancias.

6) Costos del fideicomiso.

Consideramos que el financiamiento a PyMEs basado en la utilización del fideicomiso podría tener un especial impacto en la estrategia competitiva basada en el liderazgo general en costos.

Independientemente de que sea aplicable a todas las PyMEs, los costos de un fideicomiso, constituyen una variable clave que amerita una consideración especial ya que pueden terminar siendo determinantes en la implementación o no de este tipo de estructuras de financiamiento.

Asimismo, entendemos que determinar un monto o porcentaje del costo total de estructurar un fideicomiso, sería erróneo ya que considerando las pautas mencionadas en el análisis de situación (capítulo 7), los costos de instrumentación de un fideicomiso son muy variables y dependerán de cada caso en particular debido a la flexibilidad que permite la aplicación de esta figura. Es por ello que es difícil establecer un parámetro fijo predeterminado.



A pesar de ello, hemos elaborado un valioso y orientador resumen de costos en base a la información proporcionada por los entrevistados que refleja en detalle los costos de estructurar un fideicomiso, tal como se expone en el referido capítulo 7.

Hemos podido estudiar que en la composición del CFT existe una componente variable y otra directa/fija. Entendemos que la parte fija va a representar un mayor o menor costo en función del plazo del financiamiento obtenido. En base a lo expuesto, se presenta el problema de que en el mercado financiero la mayor parte del financiamiento existente es de corto plazo donde en general no superan los 12 meses lo que hace que se encarezca notablemente la operación.

Otro aspecto muy importante es que un fideicomiso en pesos para que sea viable en cuanto a costos y según la opinión de los entrevistados, tendría que estar en el orden de emisión de 3 a 5 millones de pesos aproximadamente como mínimo. En base a esto, entendemos que la PyME debería tener una Facturación mínima estimada de \$10 a 15 millones e pesos anulares, entonces estaríamos hablando de empresas Medianas más que de las Pequeñas.

Consideramos que para las PyMEs, sería económicamente mejor la utilización de fideicomisos ordinarios con contratos privados ya que los gastos de constitución serán menores. En cambio, si el fideicomiso es de oferta pública y financieros los costos serán sensiblemente mayores.

En base a lo expuesto, observamos que los costos en términos de instrumentación de garantías van a ser similares. Se destaca un ahorro importante de costos en el fideicomiso en todo lo relacionado con los costos del recupero en caso de necesidad de ejecución judicial de las garantías. Como vimos, estos ahorros pueden representar aproximadamente hasta el 40% del valor de los activos dados en garantía. Esto se debe a que con el fideicomiso esos costos se reducirían notablemente porque para la realización de los bienes o de los derechos cedidos al fideicomiso en garantía, no hace falta una ejecución judicial y los bienes o derechos se podrían liquidar, vender o recuperar a valores de mercado.

De acuerdo al estudio realizado, hemos tratado de determinar que el fideicomiso financiero con oferta pública y en menor medida los de administración, tienen costos de estructuración y mantenimiento muy elevados para una PyME, quedando reservado exclusivamente para aquellas Empresas Medianas y/o que forman parte de una cadena de valor significativa que les permita hacer una estructuración colectiva entre varias PyMEs. Por otra parte, el fideicomiso de garantía sería el único económicamente viable para la totalidad de las PyMEs y/o en forma individual.

En tal sentido, importante destacar que como empresa individual, sería más difícil soportar los costos porque convengamos que la PyME debe ser de un determinado tamaño, pero se puede facilitar el acceso si es un fideicomiso colectivo.

Respecto de la cadena de valor y desde el punto de vista financiero, entendemos que el desafío está en saber cómo cuidarla, especialmente en un sentido de ganar-ganar.

Otro de los problemas que encontramos en el fideicomiso financiero es que parece muy costosa y compleja su estructuración tanto por su ingeniería financiera como por sus elevados costos fijos, entonces para que sea económicamente viable, más que el monto, debería ser de una duración de largo plazo de 3 años o más para amortizar en tasa los costos agregados.

En síntesis, parecería que el fideicomiso no permite bajar los costos de financiamiento, sino que permite tener más opciones de financiamiento. Puede ser que esta idea se haya generalizado hace unos años cuando estas estructuras contaban con beneficios impositivos enormes tal como lo hemos estudiado anteriormente. Entonces hoy la diferencia consiste en conseguir financiamiento con un mejor riesgo (menor tasa) pero pagando los costos de estructuración.

Debe considerarse también que quizás en algunos casos el fideicomiso no sea una herramienta que efectivamente permita bajar los costos de financiamiento pero, en la medida que no sea antieconómico, se podrían obtener otros beneficios importantes que justifiquen su uso como por ejemplo, constituir una garantía válida que permita a la PyME obtener una calificación crediticia favorable. Es importante aclarar que al momento de evaluar costos, debe ser comparada con los riesgos de operar sin ella o con estructuras parecidas.

Teniendo en cuenta las conclusiones precedentes, entendemos para que una PyME pueda absorber y soportar los costos de un fideicomiso, debería contar con un fuerte apoyo del Estado (ver recomendaciones en el capítulo siguiente).

7) Factores de éxito o fracaso de un fideicomiso.

Entre los factores críticos que podrían determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso para PyMEs, los más destacados que pudimos relevar son:

- a) Tener un Plan de Negocios viable y sustentable que demuestre tener capacidad de repago del fideicomiso.
- b) Tener una excelente calidad de estructuración y con reglas claramente establecidas en el contrato, realizado por profesionales idóneos en la materia.
- c) La elección del Fiduciario, quien será el administrador del fideicomiso. A su vez, en caso de tratarse de una entidad financiera reconocida por trayectoria y solidez en el mercado, será un factor clave para la captación de nuevos inversores.

8) Difusión y promoción del fideicomiso.

La ley de fideicomiso no tiene mucha antigüedad en la Argentina, fue promulgada en el año 1995, con lo cual hemos tratado de determinar que no tiene demasiados precedentes jurisprudenciales que lo respalden y que puedan hacerle sentir o percibir a las entidades financieras y a los inversores en general que poseen una garantía absoluta que no va a ser revocada judicialmente, pudiéndose presentar en muchos casos situaciones indefinidas que podrían poner en riesgo o duda su uso. Es decir que la evolución favorable del fideicomiso dependerá en gran medida de la recepción jurisprudencial que tenga



este instrumento en las distintas discusiones judiciales que se vayan suscitando sobre su validez en lo referente a su oponibilidad a terceros y sobre su subsistencia frente a concursos o quiebras.

Esto se suma al hecho de que aun no han sido promulgadas todas las normas necesarias para su correcta instrumentación. Por ejemplo, el BCRA todavía no ha promulgado una norma específica que regule la totalidad de su uso en el sistema bancario a favor de las PyMEs. A pesar de ello, entendemos que con el transcurso del tiempo y con el apoyo jurisprudencial favorable a este instituto, su desarrollo irá creciendo.

Con la presente tesis, nos hemos tratado de contribuir a la difusión y promoción del fideicomiso para fomentar su aplicación y desarrollo en las PyMEs.

9) El Estado Nacional.

Consideramos que el **Estado Nacional**, luego de la promulgación de la citada Ley de fideicomiso, no ha hecho mayores esfuerzos por contribuir con el fomento del financiamiento a PyMEs a través del fideicomiso. En los últimos años contrariamente a lo esperado, ha sobrecargado impositivamente su uso. Esto podemos verlo reflejado por ejemplo, en la eliminación de la exención del impuesto a las ganancias sobre la renta de los certificados de participación del fideicomiso financiero con oferta pública, lo cual redundó en una notable baja del uso de este tipo de fideicomisos en los últimos dos años.

Existen actualmente en las Cámaras Legislativas, un “proyecto de ley” tendiente a modificar la legislación referida a Servicios Financieros para que sean considerados como un Servicio Público, la que a su vez fomenta también el financiamiento a PyMEs. Si bien no se trata al fideicomiso en forma directa, entendemos que podría ser un gran aporte en la materia y la base de otras leyes y reglamentaciones que se podrían emitir a futuro para terminar de consolidar la figura del fideicomiso para PyMEs.

Lo cierto es que se debería poner al tope de la agenda la política crediticia de la banca pública hacia las PyMEs, ya que consideramos que se requiere de una reforma estructural profunda para solucionar el problema. Esta debería ser la misión principal que justifique en el sistema bancario la presencia gubernamental.

Entendemos que también es fundamental la **promoción y publicidad** que realice el Estado del fideicomiso para lograr una recepción favorable en los distintos mercados financieros, a fin de que los diferentes actores del crédito lo perciban y les resulte un instrumento confiable y que las decisiones que se tomen vayan en el sentido de utilizar este instrumento como una solución posible.

Cabe destacar que en contextos de inestabilidad política y económica recurrente como el que presenta la Argentina, la PyME no deja de requerir financiamiento sino que necesita financiarse de una forma diferente. Creemos entonces que el desafío será determinar cuál es la forma más correcta y viable de realizarlo. Por las cualidades del fideicomiso mencionadas en la presente tesis, especialmente su flexibilidad y adaptabilidad, creemos que este instrumento es la mejor alternativa para arribar a una solución que se ajuste a las necesidades de las



PyMEs. Esto significa adoptar un modelo de estrategia, adaptarse al cambio y a las necesidades impuestas por la coyuntura.

Consideramos que el Estado todavía no ha podido solucionar los problemas del financiamiento para las PyMEs de forma integral o completa, y para hacerlo en el futuro creemos que sería necesario revisar profundamente el diseño de los programas públicos y trabajar de forma conjunta con el sector privado como parte integral de tales programas públicos. Asimismo, consideramos que el desafío consistirá también en equilibrar las urgencias de la situación actual con planes de largo plazo. A su vez, el objetivo de largo plazo de la asistencia debería ser en todos los casos la inserción de las PyMEs beneficiarias al mercado de crédito en condiciones competitivas de tasa, plazo y garantías, sin tener la necesidad permanente de apoyo estatal.

Una economía como la de Argentina, difícilmente pueda aspirar a solucionar el problema de financiamiento a las PyMEs en el corto plazo. Entendemos que se necesitan algunos años de señales contundentes en términos de inflación, manejo macroeconómico, pero también de recuperación de los mercados internos. Hasta que no estén dadas las condiciones, difícilmente se pueda pensar en alternativas de gran escala para superar los problemas que fueron reiteradamente ignorados a lo largo de los últimos años.

10) La incumbencia del profesional.

Por último, también hemos tratado de demostrar la incumbencia de los graduados en la Maestría en Administración para el tratamiento del tema que estudia la presente tesis, por sus habilidades, competencia profesional y formación académica.

9. RECOMENDACIONES

Como finalización de la tesis, en este capítulo se exponen las consideraciones finales y recomendaciones que pretenden aportar un enfoque apropiado para la política de asistencia financiera a las PyMEs y mejorar su inserción en el mercado crediticio. Nos proponemos explicar las acciones y estrategias que deben ser realizadas para producir el efecto esperado.

- **El fideicomiso**

Consideramos que la sustentabilidad financiera y la necesidad de maximizar sinergias institucionales justifican la necesidad de instrumentar nuevos modelos de financiamiento innovadores y más flexibles, que estén basados en el desarrollo de ingenierías financieras a medida de las necesidades de las PyMEs, para lo cual recomendamos que se caractericen por tener esquemas de garantías relacionados a la actividad productiva y no con el patrimonio, la no consideración de la ausencia de historial crediticio, así como condiciones de asistencia financiera totalmente ajustadas a la capacidad de pago de las actividades involucradas. En este sentido, se destaca la figura del fideicomiso como estructura de financiamiento.

- **El Estado**

Consideramos que corresponde principalmente al Estado la instrumentación de políticas para fomentar el financiamiento a PyMEs y especialmente mediante el uso del fideicomiso. En principio, es fundamental generar confianza ya que estimularía a los inversores a volver a invertir en el mercado local. A fin de reconducir al país en un sentido ascendente, de crecimiento y desarrollo, las medidas que se tomen deberían formar parte de un plan económico integral, sustentable y coherente.

Ante las reiteradas crisis económicas y políticas de la Argentina, es imperioso desarrollar un Plan Estratégico Nacional de largo plazo. Especialmente en un país emergente como Argentina, resulta clave adoptar políticas y leyes claras y estables que contribuyan a disminuir la incertidumbre en los mercados. Es importante que haya una correcta adaptación al contexto para que la realidad emergente reciba el tratamiento adecuado y no se agrande la brecha entre la estrategia aplicada y la estrategia necesaria.

Desde el accionar del Estado, organizaremos las recomendaciones en dos aspectos relevantes:

A) Asistencia a PyMES.

Consideramos que la asistencia financiera debería enfocarse en PyMEs que son excluidas del sistema bancario o del mercado de capitales. A su vez, sostenemos que la elección de la asistencia financiera debería basarse principalmente en que la PyME sea rentable y con capacidad de pago. Por lo dicho, dicha asistencia no debería ser para todas las empresas sino para las mencionadas.

Entendemos que la política del Estado debería fundarse en una política de crédito, la que no debería confundirse con una política de subsidios. Por su



parte, los subsidios son buenos, pero deberían destinarse principalmente a programas de asistencia social. Es importante hacer esta distinción entre crédito y subsidio ya que su confusión podría fomentar la morosidad de los préstamos subvencionados generando altas tasas de incumplimiento en los programas públicos. Es decir que, a nuestro entender, un programa de asistencia financiera sostenible en el tiempo y eficiente, no debería asumir la forma de subsidios sin contraprestación o de préstamos incobrables.

Consideramos también que la asistencia financiera del Estado debería ser destinada principalmente a aquellas PyMEs que, teniendo capacidad y voluntad de pago, no pueden ser atendidas por una entidad financiera privada en razón de que no disponen de documentación confiable para respaldar su petición de crédito, por operar en el sector informal o por haber iniciado sus actividades muy recientemente, debido a que normalmente en estos casos el banco privado le otorga el préstamo en condiciones muy malas (bajo monto, corto plazo y/o alta garantía, tasa alta) o directamente le rechaza la solicitud de crédito.

En cuanto a los plazos de la intervención estatal, consideramos que deberían ser lo suficientemente largos como para que las PyMEs puedan lograr tener sistemas contables y de información apropiados. Las acciones orientadas a PyMEs tendientes a solucionar el impacto de la falta de financiamiento, tendrían que ser planeadas, coordinadas y constantes.

B) Evaluación de las PyMEs y Herramientas.

La evaluación crediticia de las PyMEs debería estar a cargo de los bancos (privados o públicos) y la selección de empresas debería ser considerando que tengan una buena capacidad y voluntad de pago. La elección de los deudores y su posterior control, es decir, la tarea de discriminar entre buenos y malos deudores, y de ejercer control sobre los deudores seleccionados hasta el momento del repago, exige un grado de especialización y experiencia en la asignación de crédito que una oficina del sector público no tiene ni tendría que poseer. Podría alegarse que es contradictorio delegar esta tarea en los mismos intermediarios que no atienden en la medida esperable a las PyMEs. Sin embargo, debe recordarse que el principal cuestionamiento a la banca privada es su reticencia a prestar a la PyME, no su habilidad relativa para juzgar la calidad de los proyectos en busca de financiamiento.

Asimismo, resulta indispensable contar con beneficios que fomenten el financiamiento PyME. Para ello, proponemos plantear las recomendaciones en base a los diferentes y principales problemas que se podrían plantear:

- a) **Costos de intermediarios y estructuración altos:** el Estado debería subsidiar la parte de gastos administrativos incluidos. Esto se debe a que el faltante de documentación de las PyMEs genera costos extras para las entidades financieras en términos informativos. A su vez, la estructuración de un fideicomiso genera fuertes costos al inicio que el Estado podría subsidiar, nos referimos especialmente a los costos de estructuración y comisión fiduciaria, el armado del contrato y honorarios de auditorías externas.
- b) **Riesgo de repago elevado:** el Estado debería implementar un sistema de garantías de préstamos. Esto podría disminuir el rechazo de las

entidades financieras hacia las PyMEs ante la falta de garantías. A su vez, consideramos que debería tratarse de proyectos que, independientemente de no contar con garantías, sean rentables. Entendemos que estas garantías se podrían implementar bajo la estructura de un fideicomiso.

- c) **Información escasa:** Es uno de los problemas fundamentales de la mayoría de las PyMEs. El Estado debería subsidiar a las empresas para mejorar sus sistemas contables. En este ámbito, también hay que tener en cuenta la informalidad reinante, con lo cual para vencer la inercia de una conducta arrastrada por años, debería tratarse como una política de largo plazo. En términos de asesoramiento técnico y calificación crediticia, hacemos en el siguiente punto una propuesta específica a través de las Universidades. Además, para evitar que se desvíen los fondos a otros usos no previstos, el subsidio no debería entregarse en dinero sino dando los servicios de asistencia técnica directamente (legales, contables, administrativos, etc.). Hay que destacar que los bancos y el mercado de capitales muchas veces excluyen a las PyMEs por su imposibilidad de evaluarlas de forma razonable respecto de su voluntad y capacidad de pago.
- d) **Financiamiento escaso:** para este problema, la solución más directa es aportar fondeo público a los bancos comerciales y al mercado de capitales destinado exclusivamente fideicomisos de PyMEs. El Estado debería actuar como banca de segundo piso, con la función de proveedor de los recursos financieros para hacer posibles los programas de asistencia y de velar, mediante un estricto control profesional de la banca comercial, por su uso adecuado al objetivo social planteado. Además, los bancos públicos deberían canalizar una mayor proporción del crédito hacia las PyMEs, exigiendo menos garantías y teniendo una mayor presencia en regiones más distantes y pobres. Esta alternativa, debería ser el último recurso luego de haberse agotado las alternativas de los puntos precedentes (a, b y c).

En otro orden, destacamos también el otorgamiento por parte del Estado de beneficios fiscales en promoción del financiamiento PyME para inversores que estén dispuestos a invertir en fideicomisos de PyMEs, no solo en el ámbito de los fideicomisos financieros con oferta pública, sino también en los fideicomisos ordinarios de garantía, especialmente en lo concerniente al Impuesto a las Ganancias e IVA.

A su vez, creemos que se podría aminorar el impacto negativo de las contingencias fiscales que se han ido sucediendo últimamente. Observamos que hay distorsiones que debieran empezar a eliminarse para atacar genuinamente el costo del crédito y por esa vía facilitar un mayor volumen. En tal sentido, recomendamos:

- a) Ante todo, introducir estabilidad y previsibilidad al marco regulatorio y fiscal las figuras financieras como el fideicomiso, mediante un uso racional de la potestad tributaria en miras de un desarrollo y crecimiento a mediano y largo plazo.
- b) Generar incentivos fiscales que potencien y fomenten el uso del fideicomiso.



- c) Ampliar el alcance de las exenciones al impuesto a las ganancias, hacia:
- 1- Fideicomisos cuyos fiduciantes sean PyMEs.
 - 2- Determinadas industrias o zonas que necesiten desarrollarse.

Una correcta asistencia financiera y técnica por parte del Estado, podría ayudar a erradicar las barreras culturales y de costos. A su vez, podría ayudar a que las PyMEs puedan profesionalizarse y dejar de operar en la informalidad.

Asimismo, es muy probable que surjan problemas de interés entre el Estado, la Banca Comercial, el Mercado de Capitales y las PyMEs lo que nos lleva a pensar que pueda haber incentivos privados que pueden amenazar el cumplimiento de los objetivos sociales. Para mitigar esos intereses adversos, recomendamos transparencia de la información hacia todos los participantes, diseñar mecanismos de apoyo, un exhaustivo control de los fondos, análisis y realización de evaluaciones frecuentes de costo y beneficio social y aplicación de castigos para los que no cumplan las reglas del programa.

Por último, en relación a la SePyME, coincidimos con la idea de que sería necesario que dicho organismo estatal amplié los montos establecidos para que una empresa sea considerada PyME. Esto se debe a que en muchos casos y dentro del mercado de capitales, para que se justifiquen económicamente y en términos de costos el estructuramiento de un fideicomiso, se necesitaría conformar un volumen de operaciones relevante ya que si los montos son bajos, la operación se tornaría antieconómica. Entendemos que de esta forma podrían acceder mayor cantidad de empresas a los beneficios PyME que ofrece la BCBA.

- **Las Universidades como fuente del cambio**

En un contexto globalizado y en permanente dinamismo, se requiere de profesionales que desde la fuente de su formación universitaria sean preparados para actuar en la complejidad de los mercados financieros actuales. A pesar de que algunas universidades abordan la temática, no todas lo incluyen en sus contenidos en un sentido teórico y práctico. Se destaca la importancia de contar con profesionales especializados y dedicados al financiamiento de las PyMEs.

Consideramos que el Estado también podría apoyar a las PyMEs desde las Universidades, creando un organismo encargado de asesorar a dichas empresas y de la administración y control del programa de financiamiento estatal, el cual debería estar formado por un núcleo de funcionarios altamente capacitados y de estudiantes de las carreras de Ciencias Económicas próximos a graduarse. El sistema debería disponer planes que contemplen un asesoramiento y asistencia técnica a las PyMEs, en especial para el armado del Plan de Negocios; el análisis, elección y estructuración del tipo de fideicomiso más conveniente y la carpeta de crédito que luego será elevada a una calificación de riesgo por parte de una entidad financiera. Dichos organismos estatales, por medio de las Universidades, podrían emitir certificados homologados de reconocimiento oficial en el mercado financiero que le reportaría a las PyMEs la posibilidad de acceder a una homogeneidad normada con la suficiente calidad de la información, bajar parte de los costos de estructuración de un financiamiento basado en el fideicomiso, acceder a un servicio de asesoramiento profesional, mitigar la informalidad y ser aceptado y considerado en el mercado financiero. Para los alumnos, significaría la posibilidad de acceder a una práctica profesional de gran valor y proyección para el desarrollo de sus carreras.

- **Elaboración de modelos.**

Como mencionamos anteriormente, por la flexibilidad del fideicomiso se pueden plantear diferentes alternativas que irán variando de acuerdo al tipo de negocio y al sector al que pertenezca la PyME. Lo importante que queremos destacar en este punto es que el fideicomiso también podría ser utilizado en forma combinada y complementaria con otras herramientas de financiamiento disponibles en el mercado. A tales efectos y solo a modo de ejemplo, consideramos que se podrían bajar los costos planteados y maximizar el financiamiento a través del mercado de capitales (tomando las condiciones actuales), entre otras:

- a- estructurando Obligaciones Negociables para PyMEs que estén avaladas por un Fideicomiso Ordinario de Garantía. De esta forma, al no ser un fideicomiso financiero de oferta pública, se estarían disminuyendo parte de los gastos de abogados y del fiduciario pudiendo a su vez gozar de las principales ventajas y beneficios de un fideicomiso en términos de garantía.
- b- Estructurar un fideicomiso de pagares garantizados, se propone crear fideicomisos de pagares librados por las propias PyMEs y avalados por las SRG, lo que supone una negociación similar a la de los cheques pero con un horizonte de repago a más largo plazo. De esta forma se podría pensar en un esquema de garantías para monetizar proyectos innovativos, mediante un fondo de capital de riesgo cuyos inversores reciben el 50% de sus aportes en bonos de crédito fiscal. De esta manera estaríamos impulsando el desarrollo del país (esta idea fue relevada de las entrevistas realizadas en la BCBA y a la fecha se encuentra en etapa de evaluación para su ulterior aprobación).

- **Empresarios y Ejecutivos de PyMEs.**

A fin de que las PyMEs puedan tener acceso al financiamiento es recomendable que presente la documentación de forma prolija y, sobre todo, que tenga una buena idea o un buen proyecto para llevar adelante, que esté dispuesta a mostrar su historia, a contar su proyecto, a abrirse a dar información, vendiendo el proyecto y exhibiendo sus fortalezas y sobre todo comenzando a generar su propia historia de crédito.

Por una cierta cultura a cerrarse y no mostrar la historia y la performance se terminan ocultando también las fortalezas, y a veces esas fortalezas podrían determinar que la empresa sea sujeto de crédito en el sistema formal. El no abrir la información suele ser contraproducente: quedan afuera de líneas de crédito, de mejorar la tasa y de acceder al sistema formal.

En términos de responsabilidad social empresarial, consideramos que los profesionales especializados en finanzas, empresarios y ejecutivos PyMEs tienen un rol protagónico. Deben desempeñarse éticamente, cumpliendo con los fines predeterminados por el fideicomiso y concretando acciones que generen valor no solo a la empresa sino a la sociedad en general.

Los empresarios y administradores PyMEs deberían replantear el sentido de los negocios y la forma de operar a fin de poder ingresar al mercado financiero. Sabemos que los problemas de informalidad que tienen la mayoría de las PyMEs no son una tarea fácil ni rápida de solucionar. Es por ello que se plantea una



tarea conjunta con el Estado bajo el esquema de un plan que le permita regularizar su situación en el mediano y largo plazo, según la gravedad del caso y sumado a los beneficios mencionados precedentemente. Sin embargo, las propias PyMEs interesadas en estos programas planteados son las que tienen la responsabilidad de adoptar acciones para superar la transparencia y calidad de su información contable proyectada e histórica, que es donde reside la principal dificultad para calificar en el mercado financiero. En tal sentido, creemos que difícilmente tendrán lugar los cambios si primero no se toma la decisión empresaria de dejar de operar en la informalidad, la cual es indelegable y el principio de un verdadero cambio en la cultura financiera de los empresarios argentinos. Claro está que el trabajo es conjunto, es decir que el Estado deberá actuar generando planes que incentiven y premien el cambio.

Las consideraciones precedentemente expuestas, no constituyen una aplicación normativa, sino que a modo descriptivo, pretenden contribuir a generar un espacio de análisis y debate acerca de la problemática, con aportes en beneficio del financiamiento a las PyMEs.



10. BIBLIOGRAFÍA

- Kiper, Claudio M. y Lisoprawsky, Silvio V. "Tratado de fideicomiso". Segunda Edición Actualizada. Editorial Lexis Nexis Depalma. Buenos Aires. Año 2004.
- Lascala, Jorge Hugo. "Practica del fideicomiso". Editorial Astrea. Buenos Aires. Año 2003.
- Ley 24.441: Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción". B.O. del 16/01/95.
- Varela, Marcelo Gabriel y Guglielmetti, Luis; "Fideicomisos". Editorial Aplicación Tributaria S.A. Bs. As. Año 2008.
- Faure, Darío J.; "Fideicomisos. Aspectos generales, impositivos y contables". Editorial Aplicación Tributaria S.A. Bs. As. 2009.
- Martorell, Mariano Navarro. "La Propiedad Fiduciaria", Ed. Bosch, Barcelona, 1950.
- Resolución N°21/2010 y sus modificatorias de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa.
- Carregal, Mario. "El Fideicomiso", Ed. Universidad, Bs. As., 1982.
- Villegas, Carlos G. Compendio jurídico, técnico y práctico de la actividad bancaria. Ed. Depalma. Buenos Aires. 1985.
- Alonso, Aldo. "Administración de las Finanzas de la Empresa", Ediciones Machi, Buenos Aires, Argentina.
- Sapetnitzky, Claudio; Aldo Alonso y otros, "Administración Financiera de las Organizaciones". Ediciones Machi. Buenos Aires. 2000. p. 364
- Mayoral, Luisa. "Metodología del trabajo de tesis". Editorial CEAE, Tandil, Argentina (2001).
- Albornoz, César Humberto. "Principios de administración financiera de las empresas", Primera edición, Buenos Aires, Editorial La Ley, 2006.
- Casparri, Maria Teresa; Bernardello, Alicia; Tapia, Gustavo Norberto; Albornoz, César Humberto y otros. "Administración Financiera Utilizando Microsoft Excel", Editorial Omicron, Primera edición, Argentina, Buenos Aires. 2006.
- Martín, Julián A.; Eidelstein, Mauricio G.; Alchouron, Juan Martín. "Fideicomisos. Aspectos jurídicos, tributarios y contables". Errepar S.A. Imprenta Talleres Sevagraf S.A. Buenos Aires, Argentina, Julio 2006.
- Clusellas, Eduardo G. y Ormaechea, Carolina. "Contratos con garantía Fiduciaria", Editorial Abaco de Rodolfo Deplama, 2003.



- Mosset Iturraspe, Jorge. "Negocios simulados, fraudulentos y fiduciarios". Ed. Abaco, 1975, T. II.
- Molina Sandoval, Carlos A. "El fideicomiso en la dinámica mercantil", Ed. Abaco de Rodolfo Depalma, 2004.
- Rodríguez Azuero, Sergio. "Negocios; Negocios fiduciarios, su significación en América Latina", Legis Editores, 2005.
- Borda, Guillermo A. "Manual de Contratos", Buenos Aires, Editorial Abeledo-Perrot, 13ª ed., 1987.
- Código Civil de la República Argentina.
- Código Comercial de la República Argentina.
- Lorenzetti, R.; "Contratos. Parte Especial", 1º Edición, Tomo II, Santa Fe, Editorial Rubinzal y Culzoni, 2003.
- Serra, Juan Carlos; "Fideicomiso", 1º Edición, Editorial Osmar D. Buyatti, 2008.
- Herzog, Mirta; "El Fideicomiso y el Agro", 1o Edición, Editorial Osmar D. Buyatti.
- Decreto Nacional 780/95, Decreto reglamentario de la Ley de regulación de contratos de fideicomiso, leasing y letras hipotecarias. Bs. As., 20 de noviembre de 1995.
- Covey, Stephen; "Los 7 hábitos de la gente altamente efectiva"; Editorial Paidós Plural; Bs. As., 2005.
- Brealey Myers, Allen. "Principios de Finanzas Corporativas"; Editorial McGraw-Hill; España. 2006.
- Van Horne, James. "Administración financiera"; Editorial Pearson Educación; Decima Edición, Buenos Aires, 1997.
- Etkin, Jorge. "Gestión de la complejidad en las organizaciones"; Editorial Granica; Bs. As.; 2005.
- Kotler, Philip. "Dirección de Marketing"; Editorial Pearson Prentice Hall, decima edición; México; 2001.
- Porter, Michael. "Estrategia competitiva"; Cia Editorial Continental; México.
- Hermida, Jorge; Serra, Roberto y Kastika, Eduardo. "Administración & Estrategia"; Editorial Macchi; 4ta. Edición; Bs. As. 1992.
- Porter, Michael. "La Ventaja Competitiva de las Naciones"; Editorial Plaza & Janes; 1991.



- Gibson, James; Ivancevich, John y Donnely James. "Las Organizaciones"; Editorial Mc Graw Hill/ Irwin, octava edición; Colombia. 1997.
- Porto, José Manuel. "Fuentes de financiación"; Editorial O. D. Buyatti; Buenos Aires; 2004.
- Malumian Nicolas, Diplotti Adrian y Gutierrez, Pablo. "Fideicomiso y Securitización"; Editorial La Ley, Segunda Edición; Bs. As.; 2006.
- Funes, Saturnino J. y Amallo, Daniela N. "Fideicomiso", Ediciones Depalma; Buenos Aires; 1996.
- Ley 24.467, "Ley de Pequeñas y Medianas Empresas", B.O. 28/3/1995.
- Ley 25.300, "Ley de Fomento para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa". B.O. 28/08/2001.
- Ley 21.526 de Entidades Financieras. B.O. 21/02/1977.
- Ley 11.683 de Procedimiento Fiscal. Decreto 821/98.

10.1. Publicaciones.

- Reporte de investigación y actualidad, entrevista a Leandro Trigo, Director de SBS Asset Management SA SGFCI. BCBA, www.bcba.sba.com.ar, 08/07/2010.
- Reporte de investigación y actualidad, entrevista a Miguel Bedit, Presidente de Cordeu y Bedit S.A. Sociedad de Bolsa. BCBA, www.bcba.sba.com.ar, 31/5/2010.
- Reporte de investigación y actualidad, entrevista a Juan Jorquera, Gerente Financiero y de Mercado de Capitales de Garantizar SGR. BCBA, www.bcba.sba.com.ar, 21/4/2010.
- Diario El Cronista, Clara Agustoni. "Otra cadena que emite fideicomisos se presentó en concurso", <http://www.cronista.com>, Bs. As., 14/08/2009.
- González, Mauro. Presidente de la Federación Argentina de Jóvenes Empresarios. "Falta de financiamiento, un gran escollo para los emprendedores", diario La Nación, suplemento economía & negocios. 02/10/2010.
- Heller, Carlos. "La actividad bancaria como Servicio Público", Artículo publicado en <http://www.carlosheller.com.ar/etiquetas/sistema-financiero/>; 21/05/2010.
- Tapia, Gustavo. "Decisiones financieras aspectos racionales y no racionales"; Trabajo final de posgrado de Especialización en Administración Financiera; FCE; UBA; 2001.
- Weston, Fred, "Toward theories of financial policy" en The Journal of Finance, vol. X, Nº2, mayo 1955, págs. 130 a 143.



- Cosentino, Adrian; Farina, Paulo y Maurer, Carolina. "Desarrollo de las Microfinanzas: Ingenierías Financieras Innovadoras de Política Pública. Algunas experiencias del caso Argentino". CABA (2006).
- Cosentino, Adrian. "Esquemas innovativos de Financiamiento al sector productivo. Project Finance y productos estructurados. Condiciones de aplicabilidad en Argentina". CABA (2002).
- Stern, Jorge. "Globalización y Negocios", Ficha de estudio MBA (UBA); 2007.
- Stern, Jorge. "Competitividad y Marketing", Ficha de estudio MBA (UBA); 2007.
- Deloitte & Touche Corporate Finance S.A., "Banking – Newsletter de novedades financieras"; Numero 72, Julio de 2010.
- BCBA; "Reporte mensual PyMEs"; Desarrollo comercial y PyMEs, Reporte mensual, Agosto 2010.
- Lamas, Sergio. "Una buena noticia para todos", Revista "Garantizar Noticias"; Edición N°45, Bs. As., Mayo 2010.
- Lerner, Carlos. Jefe del Departamento PyMEs de la BCBA; "La Bolsa de las PyMEs"; Revista "Garantizar Noticias"; Edición N°45, Bs. As., Mayo 2010.
- Ciappa, Cesar. "Financiamiento a PyMEs en la Banca Pública"; CEFIDAR, Documento de Trabajo N°8, Enero 2006.
- Golonbek, Claudio; Mareso, Pablo y Zelada, Maria Agustina "Informe mensual de préstamos al sector privado no financiero, incluido informe sobre financiamiento PyME"; CEFIDAR, Año 7, N°75 y N°76, Julio y Agosto 2010 respectivamente.
- Bebczuk, Ricardo; "Acceso al financiamiento de las PyMEs en la Argentina: estado de situación y propuestas de política"; Sección de Estudios del Desarrollo; Publicación de las Naciones Unidas, CEPAL; Santiago de Chile; 2010.
- Argañaraz, Nadin y Devalle, Sofia "Crédito bancario: se encarece gradualmente como consecuencia de una carga tributaria provincial creciente"; IARAF, Informe Económico N° 69; 5/9/2010.
- Giorgi Debora, "El esfuerzo de crecer", Revista "Garantizar Noticias"; Edición N°45, Bs. As., Mayo 2010.
- Calcagno, Gabriel. "Fideicomisos Vinculados con Negocios Inmobiliarios. Algunas Consideraciones Fiscales", Revista Errepar Consultor Tributario N°5, Errepar, 2007.



- Informe N°28 de la Comisión de estudios sobre contabilidad del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, de agosto de 1997.
- Trujillo del Valle, José Antonio. “Financiación de infraestructuras, los riesgos y su mitigación”, Publicaciones IFM, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C., Año 2004.
- Suplemento de Prospecto; Programa Global de Emisión de Certificados de Participación y/o Títulos de Deuda “SECUVAL”; “SECUPYME XIII Fideicomiso Financiero”. Comisión Nacional de Valores.
- Ensínck, María Gabriela. “Fideicomisos: se mantienen como alternativa de financiamiento”, Diario El Cronista, Suplemento PyME, 10/12/2009, Pág. 8
- Fernández Madero, Nicolás. “Regulación de fideicomisos: las dos cara de la moneda”. Diario El Cronista, Suplemento Opinión, 18/05/2009, Pág. 15
- Villaro, Daniela. “Las PyMEs, al vaivén de la incertidumbre política”. Diario El Cronista, Suplemento PyME, 25/03/2010, Pág. 8
- Donato, Natalia. “El 65% de las PyMEs desconoce los programas públicos de créditos”. Diario El Cronista, Suplemento Economía & Política, 03/05/2010, Pág. 5
- Guarino, Julián. “Las provincias quieren un fideicomiso de cheques para que las financie la ANSES”. Diario El Cronista, Suplemento Finanzas & Mercados, 26/09/2009, Pág. 3
- Villaro, Daniela. “Los bancos salen a tentar a las PyMEs”. Diario El Cronista, Suplemento PyME, 20/05/2010, Pág. 1
-
- Guarino, Julián. “Los fondos comunes dicen que tienen u\$s 100 millones para invertir en PyMEs locales” Diario El Cronista, Suplemento Finanzas & Mercados, 26/08/2009, Pág. 2

10.2. Páginas de Internet.

- Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal: www.cpcecf.org.ar
- Comisión Nacional de Valores: www.cnv.gov.ar
- Ministerio de Economía: www.mecon.gov.ar
- Banco Central de la República Argentina: www.bcra.gov.ar
- INDEC: www.indec.gov.ar
- Enciclopedia Wikipedia: www.wikipedia.com
- Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española: www.rae.es
- www.standardandpoors.com
- Instituto Argentino de Análisis Fiscal: www.iaaraf.org
- Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social: www.trabajo.gob.ar
- Inter Press Service: www.ipsnoticias.net



-
- Fundación Observatorio PyME: www.observatoriopyme.org.ar
 - Bolsa de Comercio de Buenos Aires: www.bcba.sba.com.ar
 - Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico: www.ocde.org
 - Fundación Observatorio PyME: www.observatoriopyme.org.ar
 - Comisión Económica para América Latina: www.cepal.org
 - www.enterprisesurveys.org



11. ANEXOS

11.1. Entrevistas.

A continuación se expone la transcripción textual de las entrevistas personales realizadas en el desarrollo de la investigación, cuyos contenidos más importantes y destacados fueron extractados y expuestos en el capítulo 7 de análisis de situación.

Las entrevistas fueron presenciales y no presenciales, focalizadas a especialistas de los diferentes ámbitos relacionados con la temática y a referentes de reconocida trayectoria, que por sus conocimientos y experiencia, pudieron dar opiniones de valor a esta tesis. En tales casos, se han priorizado las entrevistas abiertas y no estructuradas.

11.1.1. Franco, Marcelo Alejandro.

Dom: Aristóbulo del Valle 233, Martínez, Buenos Aires.
Tel.: 15-3359-4936 / 3959-1100 / 3959-2200
mfranco@benefiducia.com

Formación:

Magíster en Derecho Empresario, Escuela de Negocios Universidad Siglo XXI (Córdoba).
Abogado, Universidad Nacional del Nordeste (U.N.N.E.)

Actividad actual:

- * Director de Fraher Group S.A., empresa dedicada al desarrollo, administración e inversión en el mercado del real state nacional. (www.frahergroup.com)
- * Director de Benefiducia S.A., empresa dedicada a la asesoría fiduciaria. (www.benefiducia.com)
- * Fiduciario del Fideicomiso en Garantía de Sion S.A.

Otras actividades realizadas:

- * Director-Presidente de Gebo Consultores S.A., Fideicomisos realizados: Previsora del Paraná S.R.L. Fideicomiso en Garantía; Entretenimientos Patagonia S.A. Fideicomiso en Garantía; Petropolac S.R.L. Fideicomiso en Garantía; Proyecto Fideicomiso en Garantía; Constitución de 2 Fideicomisos Testamentarios; Constitución de 2 Fideicomisos de Administración. (2006)
- * Fiduciario de Mo.Vi.Suar S.R.L. Fideicomiso en Garantía. (2006)
- * Asesor Legal de Bolsa de Comercio Confederada S.A. (2006)

Fecha: 02 de febrero de 2010

Según su opinión, ¿Que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

Las PyMEs son el motor de cualquier economía y mucho más en un mercado emergente como el de Argentina. En términos cuantitativos, las grandes empresas son menos en comparación con la franja que hay de las MiPyMEs. A su vez, si consideramos el mundo empresarial entre el 85% y 90% son MiPyMEs. Naturalmente, son las que mueven toda la economía.



Considerando la dimensión y la globalidad del problema ¿Cómo enfrentan hoy las PyMEs el problema del financiamiento? ¿Que fuentes de financiamiento utiliza? ¿A qué plazos se están financiando?

Muchas PyMEs se financian con fondos propios y/o aporte de los propietarios. Hay que considerar que existe un financiamiento informal, que no pasa por todo el circuito financiero oficial pero que está establecido en el país. En este último caso, las PyMEs muchas veces se financian a través de conocidos, personas allegadas o familiares. Otro recurso de financiamiento informal lo llevan a cabo por medio de "financieras" que otorgan préstamos con mayor facilidad que un banco, pero con altas tasas de interés lo que redundaría en un alto costo financiero para la PyME.

Por otra parte, está el financiamiento bancario pero con escasa participación, principalmente por la complejidad de la operatoria, la excesiva cantidad de requisitos (documentación, garantías, etc.), sumado a que no se evalúa el otorgamiento del crédito analizando la potencialidad del negocio de la PyME sino que basado en garantías reales, y otras cuestiones formales que no hacen al foco del negocio, entonces el financiamiento que te pueden otorgar después que califiques es prácticamente muy poco lo que te pueden terminar financiando. De esa manera, las PyMEs terminan afectando un gran porcentaje de su activo en la toma de un crédito en un préstamo que resulta escaso para el volumen que requiere el plan de negocios.

En términos de plazo, por cuestiones relacionadas con la situación económica de nuestro país, en general son en promedio de 6 a 12 meses como máximo.

¿Que posibilidades tiene una PyME Argentina de acceder al financiamiento bancario y del mercado de capitales? En caso de no tener posibilidades, ¿Por qué cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

Yo creo que hay una asimetría entre las posibilidades de negocio a consolidarse en el futuro de una PyME y su flujo de fondos proyectado y lo que la PyME es institucionalmente hablando en el presente, al momento que va a conseguir el crédito. La asimetría se produce al momento de otorgarse los créditos porque el financiamiento está medido conforme al tamaño empresarial y no a la proyección de crecimiento del negocio. Lo que termina ocurriendo, como decía anteriormente, es que algunas PyMEs logran calificar al crédito bancario pero termina siendo escaso conforme al plan de inversión que la PyME pretenda desplegar.

Respecto del Mercado de Capitales y la Bolsa de Comercio, en nuestro país uno de los problemas principales está en su bajo desarrollo, y esto no afecta solamente a las PyMEs sino a las empresas en general. Tampoco parece haber un gran interés genuino y real por parte de las PyMEs debido a la falta de cultura financiera del empresario PyME argentino que no identifica al mercado de capitales como una alternativa de financiamiento accesible. Por otra parte, los inversores argentinos también presentan esa falta de cultura financiera por la cual no ve la Bolsa como una alternativa de inversión y orienta todos sus ahorros principalmente a invertir en plazos fijos e inmuebles.

¿Cómo cree que se podría mejorar la relación de riesgo en términos de financiamiento y establecer una relación ganar-ganar entre el deudor y el acreedor?

La figura que por naturaleza se presenta como la más óptima en esa situación es el fideicomiso. Desde el fideicomiso se da vuelta la relación en la manera en como históricamente se tuvo que manejar una PyME. Es decir, luego de pensar el negocio habría que pensar en cómo adaptarlo a un ropaje jurídico establecido para financiarte. En cambio, el fideicomiso lo que hace es el efecto contrario, no



tenes mas que planificar el negocio y luego el fideicomiso se adapta. En esa situación de una adaptación jurídica a un negocio puntal, se forma la base de condiciones que son pensadas de una manera bilateral producto de que es algo que genera el mayor beneficio para las partes involucradas. Es decir, no se entra en una situación o en un circuito de adhesión, como es la mayoría de los casos. En cambio, en la estructuración de un fideicomiso vos estas entrando en un sistema donde las partes son las que ponen las reglas del juego y todas tienen la posibilidad de proponer las reglas del juego, con lo cual ya estás hablando de un escenario que es inmensamente bilateral. En ese escenario del ropaje jurídico del fideicomiso con todas las particularidades que tiene, lo que te permite también es poder generar que el riesgo este perfectamente acotado, delimitado y establecido producto de que se realiza una cesión de las garantías otorgadas al financiamiento y que efectivamente pueden estar colocadas en cabeza de un tercero imparcial (fiduciario) que es el que está encargado de custodiar esas garantías, entonces las garantías no están en manos del deudor tampoco están en manos del acreedor, si no que están en manos de un producto o instrumento que acreedor y deudor lo formaron juntos.

En definitiva, el ropaje Jurídico que más se adapta a las PyMEs es el fideicomiso y particularmente desde mi punto de vista no se ha visto ni un 30% de todo el potencial y toda la capacidad que tiene un fideicomiso como estructura jurídica para un negocio.

En base a su experiencia ¿Qué consejos le darías a una PyME para mejorar sus condiciones crediticias? ¿Qué puede seguir haciéndose por las PyMEs desde el mercado de capitales/bancos/Estado?

Yo creo que como muchas de las cosas de nuestro país, el empresario PyME en la mayoría de los casos tiene un sesgo de informalidad importante, porque muchas veces están ocupando el tiempo en generar recursos que es lo que en definitiva motoriza la PyME y el hecho de encerrarse tanto en la generación de recursos hace que desatiendan en demasía lo que tiene que ver con el funcionamiento administrativo y el orden de la información económica y financiera de la empresa lo que al momento de necesitar un financiamiento o una línea de crédito ya sea particular o de instituciones financieras, posiblemente se encuentren con que no logran armar una carpeta de crédito. Hay muchas desprolijidades en las PyMEs producto de que el funcionamiento del negocio va tapando las sangrías administrativas, lo que da lugar a que quizás tengas el negocio más brillante pero posiblemente por tu desorden administrativo no tengas la condición de poder calificar para acceder a un crédito. Entonces, el consejo sería que puedan mostrar la información de la empresa en tiempo y forma.

Como segundo consejo yo creo que las PyMEs tienen la posibilidad de poder generar recursos financieros a partir del financiamiento que consiguen a través de los particulares, familiares y allegados que conocen al empresario PyME y estarían dispuestos a invertir en su empresa. Se desatiende mucho ese punto ya que al haber una relación de estrecha confianza, no se encargan de darle un marco estructural, la propia PyME podría generar su propia estructura de financiamiento a través de un fideicomiso privado, dándole un marco de solidez, de estructura y de administración más robusta a esa situación. Creo que el empresariado PyME, subestima el hecho de poder estructurar fideicomiso privado como una fuente de financiamiento.

Esto conlleva también que el Estado genere un marco de estructuración a ese financiamiento, que les de todo el marco de legalidad, regulación y beneficios



fiscales, regularidad y de administración para que efectivamente se termine consolidando como alternativa formal de financiamiento.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Qué opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

En cuanto al foco de análisis y de las garantías de un fideicomiso, uno de los elementos más importantes que tiene es que te permite aislar las garantías, esto te permite acotar el riesgo puntual de cada uno de los intervinientes del negocio, porque al estar todos trabajando a través de un propio fideicomiso, ante cualquier circunstancia particular que pueda tener algunos de los intervinientes, acreedor, deudor o tercero participante, no afecta el desenvolvimiento del negocio, porque el negocio funciona a través de un fideicomiso y no a través de lo que a cada uno en forma particular le sucede, cuando digo en forma particular también digo de la empresa tomadora. Con respecto al tema de los créditos y la manera de atomizar el riesgo, el fideicomiso te permite por ley garantizar un fideicomiso con cualquier tipo de bienes es decir no hay una limitación o una especificación respecto de lo que vos puedas poner en garantía de un fideicomiso, al mencionar cualquier tipo de bienes y al ser tan amplio eso te permite que cualquier cosa materia o inmaterial que pueda ser susceptible de considerarse elemento que pueda traer aparejado un crédito, desde pagares que tengas por cobrar, cheques, inmuebles, rodados, seguros de caución, etc. Entonces, desde el mismo momento que se presenta dicha flexibilidad, se marca un punto diferencial importantísimo. Cuando te menciono el tema de que se puede poner una amplia cantidad de bienes en garantía, una las cosas más importantes, a mi modo de ver también es que por medio de un fideicomiso puedes disponer de una amplia flexibilidad y garantizarte en el negocio, es decir en el negocio que se va hacer y su flujo de fondos y con lo que efectivamente tiene que ver con el activo más importante del tomador del financiamiento. Si alguien pide un financiamiento para producción, entonces garanticemos con producción porque sabemos que al que se le está prestando el dinero lo necesita volcar a la producción, y para él lo más importante que hay es producir y generar esa producción, generar esos resultados.

¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o solo aun sector? ¿Cuáles serian las razones?

El fideicomiso es una figura que se adapta a cualquier tipo de negocio. Lo cierto es que hay poco conocimiento del tema por parte de las PyMEs respecto de las cosas que se pueden hacer a través de un fideicomiso. Asimismo, hay mucha publicidad de fideicomisos sobre ciertos rubros específicos como el de las empresas de electrodomésticos (Garbarino, Fravega, etc.), empresas de la construcción y agropecuarias, lo que hace pensar equivocadamente a algunos que solamente serviría para esas actividades. Por ejemplo, con el efecto inmobiliario, un día se arranco diciendo que hay un fideicomiso al costo porque es la infraestructura del fideicomiso metido en un proyecto inmobiliario y todos, en mi caso particular me ha tocado mirar gente que aparentemente entraba a un fideicomiso al costo, y que ni siquiera eran eso porque eran cualquier cosa menos fideicomiso pero como una cuestión de "moda" todos salieron a decir que hacían "fideicomiso al costo" y se empezó a relacionar los fideicomisos con los inmuebles.

Actualmente, la mayoría de los fideicomisos que salen, son del mercado inmobiliario, la actividad agropecuaria y cadenas de electrodomésticos. Es decir que esta muy acotado su uso en la práctica. También hay un gran grado de



responsabilidad de los profesionales en esto, deberían tener un mayor conocimiento para saber aplicar la figura del fideicomiso a todos los ámbitos de negocio y sin ser un ámbito de negocio también. Digo esto último porque, por ejemplo, se puede hacer un fideicomiso en el caso de una herencia en vez de hacer un testamento ya que el fideicomiso es mejor que un testamento, y lo digo aun saliendo del ámbito de los negocios, para darle un marco más amplio de lo que es la envergadura o la amplitud de un fideicomiso.

¿De acuerdo a los diferentes tipos de fideicomisos, cuales son los más utilizados en la actualidad por las PyMEs considerando su rubro de actividad? ¿Por qué?

La ley no hace demasiadas distinciones respecto a la tipología de fideicomiso, la ley lo único que dice es que hay un fideicomiso ordinario, que es el fideicomiso común y después esta el fideicomiso con la oferta pública, que la ley le determine un especial tratamiento. Hay toda una nomenclatura en la bibliografía existente pero es más una utilización de especificación en términos de negocio que le da el propio consultor jurídico contable que lo que realmente la ley te determina, porque la ley no hace ninguna aclaración ni ninguna especificación de que hay distintos tipos de fideicomiso más que los mencionados. Lo que hay son distintos tipos negocios a los cuales volcar el fideicomiso, con el cual después decimos que un fideicomiso en realidad es mas de garantía porque está garantizando una operación, este fideicomiso es mas de administración, este es un fideicomiso mas de inversión , pero en rigor de verdad, no hay una división tan amplia en la ley. Te hago esta aclaración porque para mí en la mayoría de los casos se trata de fideicomisos de administración y algo de garantía porque hay alguna parte garantizando también y son de inversión, porque naturalmente puede que efectivamente tenga algún objeto de inversión, pero si le tenemos que poner algún rango yo digo todos los fideicomisos son de administración porque todos son para administrar algo, para generar algo, para garantizar algo después de administrarlo. Entonces, la mayoría de los fideicomisos del sector PyMEs, son de administración que además pueden tener algún otro tipo de nominación, pero estarían todos enmarcados ahí.

¿Cree que los inversores estarían dispuestos a invertir en fideicomisos de PyMEs argentinas?

Creo que sí. Después del año 2002 y como producto de la crisis económica, la mayoría de los inversores locales dejaron de invertir en plazos fijos y otros productos bancarios, y se volcaron a otro tipo de alternativas para invertir como el fideicomiso. Actualmente, si los inversores locales vuelven a invertir en bancos es principalmente por desconocimiento de que hay otras alternativas para invertir con mejores rentas, menor riesgo y una atención personalizada. En tal sentido, yo creo que hay un mercado con un potencial de inversores para fideicomisos muy grande.

¿Cuáles son los factores críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso?

Para asegurar el éxito, dada la gran flexibilidad de estructuración que presenta un fideicomiso, es fundamental que exista un espíritu de buenos negocios y de ética entre todas las partes intervinientes. Si bien puede parecer obvio, no siempre es entendido de esa manera, y no siempre se tiene la misma intencionalidad de poder llevar a cabo un negocio honesto prestándose el mismo para realizar operaciones fraudulentas. Algo que parece tan lógico, no siempre es así. Es decir que acreedor y deudor tengan la intencionalidad de ser tales.



Otros factores que considero importante son: La elección del fiduciario, la persona que en definitiva está encargada de llevar la administración del fideicomiso, la transparencia con la cual se maneje toda la administración del fideicomiso es muy importante; Que las reglas del contrato de fideicomiso estén absolutamente claras desde el primer momento, que el contrato establezca todas y cada una de las partes y que a su vez tenga un contenido de previsión respecto de contingencias futuras que puedan sucederse, considero que el marco de una estructuración de un buen contrato de fideicomiso soluciona eventuales inconvenientes que puedan surgir a futuro; Que no haya ambigüedad en la parte estructural es clave como así también el buen acompañamiento fiscal para no generar ningún perjuicio y no dañar a ninguna de las partes intervinientes en el fideicomiso; Asimismo, la comunicación que exista entre las partes es fundamental para evitar malas interpretaciones ya que al ser un producto que se estructura a medida y es diseñado conforme a las necesidades de cada uno de los intervinientes, es importante que la información sea clara y llevada a cabo en tiempo y forma.

En términos generales ¿Cuales son los costos de estructurar un fideicomiso?

Casi siempre el marco estructural está basado en el grado de complejidad contractual que efectivamente tengas que terminar realizando. Puede llegar a ser muy variado porque no es lo mismo hacer un fideicomiso para un producto de financiamiento de \$150.000 pesos que tiene como garantía poca cantidad de facturas para que efectivamente ingresen y que con esas facturas se repague el capital y que vence a los 18 meses, que estructurar un fideicomiso PyME de \$10.000.000 de pesos a un plazo de 6 años y que tenga una carga administrativa que haga que el trabajo sea mayor en términos de estructuración. Es por ello que es difícil establecer un parámetro fijo predeterminado.

¿Cuáles son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?

Una de las ventajas es poder obtener mejores costos financieros respecto de otras formas más tradicionales de financiamiento. Otra ventaja está dada por el mayor volumen de financiamiento que puedes conseguir para el empresario PyME, esto es así porque puede estar tomando volúmenes importantes dado que vos en un fideicomiso al hacer una transferencia en la garantía, te puedes tomar un 100% o más del valor de las mismas. En cambio, los bancos por ejemplo, en general te financian por montos que no superan el 60% del valor de la garantía.

¿Es viable instrumentar un fideicomiso totalmente privado, sin intervención de entidades financieras como una de las partes del mismo?

Considero que el marco de ventajas esta dado para que sea tanto privado, como para que sea a través de instituciones financieras.

Para el caso de que participe una institución financiera, lo cierto es que se perderá un poco de flexibilidad en las condiciones porque en general así operan los bancos en un escenario más regulado. Además, al haber mayor cantidad de intermediadores entre el inversor y tomador, es de esperarse que se encarezca un poco más la operación. Por otra parte, a través de instituciones financieras y con oferta pública seguramente se podrá acceder a una estructuración que permita una mayor potencialidad en términos de captación de inversores lo que redundara en un mayor financiamiento a obtener, entonces ahí es donde se compensa tal vez, la suba de costos.



¿Los fideicomisos públicos están reservados exclusivamente para entidades financieras?

Los fideicomisos que tienen oferta pública son aquellos que consiguen la autorización para operar como tales. Uno de los requisitos para poder conseguir la autorización de la Comisión Nacional de Valores (CNV) para que un fideicomiso pueda ofertar públicamente su producto, es que el fiduciario tiene que estar avalado por la CNV y ser una entidad financiera. Poder hacer oferta pública implica que puedas llegar al público inversor nacional como internacional y que puedas publicitarlo en cualquier medio de publicidad como por ejemplo dentro de la Bolsa de Comercio, una Sociedad de Bosa, etc. Los bancos por ejemplo están autorizados por la Comisión Nacional de Valores para poder ser fiduciarios financieros y poder participar en todo tipo de fideicomisos con oferta pública, los Agentes Bursátiles también y a su vez hay una posibilidad para que cualquier Sociedad Anónima que este constituida en el país pueda ir a conseguir la autorización a la Comisión Nacional de Valores para poder ser fiduciario de un fideicomiso con oferta pública. Es decir, un fideicomiso con oferta pública inevitablemente tiene que tener un fiduciario que tenga autorización de la CNV para actuar como tal. Por último, el termino Fideicomiso con Oferta Pública no debe confundirse con fideicomiso Público, este último se caracteriza por tener la participación del Gobierno Estatal (Municipal, Provincial o Nacional) y que lo que se haga a través del fideicomiso tenga como destino financiar obras públicas. En cambio, los fideicomisos que están en la Bolsa de Comercio y que son manejados a través de Entidades Financieras, Agentes Bursátiles o Sociedades Anónimas autorizadas por la CNV, son fideicomisos financieros con oferta pública.

¿Qué medidas debería tomar el Estado para fomentar la financiación a PyMEs mediante la instrumentación de fideicomisos?

Comenzando por considerar las Instituciones Financieras que actualmente manejan la mayor parte de los fideicomisos registrados, están muy acotadas y limitadas a que únicamente puedan ser los bancos los que puedan efectivamente trabajar sobre este tipo de productos y ser fiduciarios, son los Bancos y Sociedades Anónimas creadas por los mismos Bancos para operar como fiduciarios a través de ellas y no exponer públicamente su marca en determinados casos. De esta forma, parecería que el Estado de alguna manera delega la responsabilidad de controlar la actividad en el Banco Central como ente autárquico. En este contexto y considerando la necesidad específica de las PyMEs y los inversores, creo que hay mucho por hacer y mejorar todavía. Tomando el fideicomiso como vehículo para poder unir y alinear las necesidades del inversor y el tomador, el Estado debería participar de forma más activa y directa, atendiendo más de cerca al empresariado PyME, con organismos específicamente creados por el Estado y que estén dedicados a comprender la necesidad particular de cada PyME y ser el contralor de este tipo de productos, teniendo como finalidad principal la de financiar a las PyMEs y fomentar su crecimiento.

Para el caso de los fideicomisos privados sin oferta pública, hubo un proyecto para que los fideicomisos puedan inscribirse en el Registro Público de Comercio por ejemplo, para poder estar bajo la órbita del Poder Federal de Justicia pero no tuvo mucha utilización en la práctica.

No nos olvidemos que el fideicomiso, como funcionamiento en términos de negocio, existe hace más de 500 años desde el derecho Romano y la primera ley sobre fideicomiso se sanciona en el año 1895 en Canadá. Considerando esto, en Argentina estamos inmensamente atrasados, son prácticamente 115 años de diferencia respecto de la primera vez que se sanciona la primera ley



sobre fideicomiso en nuestro país, que fue en el año 95. Es decir, en Argentina tiene apenas 15 años, sancionamos nuestra ley 100 años después de la primera ley mundial, entonces al ser tan nuevo la aplicación del fideicomiso en nuestro país, hay muchísimo camino por recorrer. El hecho de que sea tan nuevo, hace también que todo tenga un proceso de maduración mucho más lento y que se dificulte implementar medidas y mejoras para poder utilizar esta herramienta en función de la canalización del financiamiento hacia las PyMEs.

Según su opinión, ¿Quién sería la persona más idónea para asesorar a una PyME para acceder a un fideicomiso?

Considero que la participación de Abogados y Contadores especialistas en fideicomisos. Esto último es importante porque la ley es demasiado nueva todavía y, como en todas las cosas, aunque sean profesionales si Abogados y Contadores no están especializados en fideicomisos, difícilmente podrán asesorarlos correctamente en materia legal, contable e impositiva para la estructuración de la ingeniería financiera. De esa forma, podrán efectivamente determinar el fideicomiso que mejor se adapte a las pretensiones de las partes. En la práctica, hoy en día ocurre que ni si quiera los organismos estatales saben a veces como inscribir un fideicomiso que vos les llevas porque ni si quiera saben en qué impuesto lo tenes que anotar, producto de la novedad y la falta de información. Por ejemplo, como anécdota personal, tuve que estructurar un fideicomiso en la provincia de Corrientes y cuando fui a inscribirlo en la AFIP, nadie sabía que se podía inscribir un fideicomiso en la AFIP. Entonces, a veces son los mismos profesionales especialistas en fideicomiso los que tienen que difundir la normativa.

Seguramente, en los próximos años el fideicomiso va a tener un crecimiento mayor en nuestro país, porque el empresariado PyME argentino suele ser de tipo "aventurero", que está acostumbrado a los cambios y es desestructurado. Entonces, cuando el empresariado PyME identifique claramente que a través de un fideicomiso puede financiarse y avanzar en su crecimiento de negocio no dudara en tomarlo. Desde ya que para ello deben estar todas las condiciones dadas y para que eso suceda, el Estado debe acompañar con medidas que fomenten la actividad y no a través de condicionamientos o imposiciones desde el orden fiscalista, desde el orden recaudador que hagan retrotraer al fideicomiso.

11.1.2. Cambon, Javier Mario.

Alte. Seguí 781 – Capital Federal
Tel. 15-6667-7363
Email: javier_cambon@yahoo.com.ar

Actividad: Contador Público Nacional (UBA). Se desempeña como Gerente de Administración y Finanzas de Coniglio S.A., empresa (PyME) del rubro textil dedicada a la venta minorista y mayorista de ropa para chicos.

Fecha: 23 de febrero de 2010.

¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

Yo creo que las PyMEs son un factor fundamental para el desarrollo de la economía Argentina. Si bien las empresas grandes representan un mayor



volumen de operaciones, las PyMEs en su conjunto dinamizan gran parte de la economía.

¿En general las PyMEs cómo se están financiando? ¿Qué fuentes de financiamiento utilizan?

Los créditos bancarios son los más usados por aquellas PyMEs que logran calificar para algún tipo de préstamo. El problema es que se ven obligadas a hacer una apertura más grande en la cantidad de bancos con los que operan porque el monto en pesos de préstamos que te otorgan individualmente los bancos es reducido, entonces lo que se hace es buscar calificar en 5 o 6 bancos de línea para obtener el monto total de crédito requerido, en vez de pedirlo a 1 o 2 bancos. Esta práctica, a su vez genera un mayor costo por el mayor trabajo administrativo y las comisiones de mantenimiento que genera.

Otra línea alternativa muy usada es el descuento de cheques que conlleva una tasa de descuento más baja que el costo de un préstamo y es más ágil en su aprobación y disposición de fondos.

¿Cómo son las tasas y el costo de financiamiento con el que se están financiando?

La tasa que se está manejando esta más o menos en un 16 o 17 %. El problema es que a veces, por la necesidad y urgencia de capital de trabajo de las PyMEs, se termina acudiendo a cooperativas y eso te eleva el costo de entre 35% a 45 % TNA aproximadamente, especialmente para el descuento de valores. El plazo promedio en el mercado es de 60 a 120 días. Nosotros llegamos a descontar de hasta 6 meses y eso elevaba muchísimo también el costo.

¿Tenían que recurrir al circuito informal?

Si, a través de las cooperativas o algún tipo de "financiera informal". Lo usamos como segunda alternativa o lugar de descuento de cheques. En primer lugar siempre intentábamos descontarlos en el banco y en caso de no conseguirlo se buscaba la segunda alternativa.

¿Por qué crees que se le dificulte a las PyMEs el financiamiento bancario?

La realidad es que los bancos actualmente no están generando el nivel de préstamos que se están demandando. Esto no ocurre solamente con las PyMEs, las personas físicas por ejemplo, tampoco disponen de buenas condiciones de plazo y tasa para un crédito hipotecario, solamente otorgan con facilidad préstamos orientados al consumo. El mercado financiero oficial no oferta lo suficiente o de buenas condiciones y el mercado ilegal oferta mucho pero con costos altísimos.

En relación a los requisitos que se piden en el mercado de capitales para ingresar y acceder al financiamiento, ¿Qué posibilidades tiene una PyME Argentina de ingresar y de acceder a un financiamiento?

Considero que el mercado de capitales no es tan común para una PyME, quizás porque lo ven como algo complicado, riesgoso o simplemente por ignorancia. Nosotros utilizamos la Bolsa de Comercio para descontar cheques y a su vez, avaladas por una SGR. El problema es que, al igual que con los bancos, el monto de crédito con el que nos permiten operar son reducidos. La SGR que usamos es Garantizar.

En cuanto a garantías ¿Qué tipo de garantías les solicitaban la SGR?

Por lo general la garantía que te solicitan es un aval personal del socio mayoritario de la empresa y especialmente que sea un socio que pueda aportar

garantías reales, es decir con bienes inmobiliarios en su patrimonio. Esto es así porque la empresa no tiene inmuebles y te exigen garantías reales.

Sabemos que es común para las PyMEs que una parte de su economía sea informal, ¿te parece que eso es una limitación a la hora de pedir un financiamiento?

Si, la realidad es que en el mercado textil es común que por ejemplo una parte de las ventas sean informales por una cuestión de bajar costos impositivos. El problema es que tener parte de la economía de la empresa informal hace que luego, frente a los bancos no se pueda demostrar la verdadera capacidad de ventas y el volumen del negocio, por lo tanto el préstamo que te van a otorgar será menor. Por tal motivo, creo que si perjudica en ese sentido al sistema financiero y al otorgamiento de créditos.

En su opinión, ¿Cómo se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs?

Yo creo que en primer lugar es un problema de credibilidad delo que es el sistema financiero con las empresas el hecho de que haya tanto mercado informal, le quita garantías al banco y el banco descrea del propio cliente para otorgarle préstamos entonces eso perjudica el otorgamiento de créditos, Porque lo que se debería hacer es implantar nuevas normas, o una contabilidad como se usa en Estados Unidos que garantice la información que generan las PyMEs para así generar más confianza y pueda haber más préstamos

¿Cual debería de ser el foco de análisis de un analista de crédito?

Si una PyME te presenta un plan de negocios, que esté bien analizado y sustentado, el foco de análisis debería estar en el negocio propiamente dicho y en el flujo de fondos que pueda generar. Cuando se trata de PyMEs, las garantías reales en muchos casos es un requisito que la mayoría no puede aportar.

Ustedes como PyME ¿alguna vez pudieron acceder a líneas de crédito con tasa de interés subsidiada por parte del Estado o donde hayan podido tener algún otro tipo de beneficio en cuanto a garantías o fondos del Estado?

Si, el Banco Nación y con una garantía adicional de Garantizar SGR, obtuvimos un préstamo de 200 mil pesos, pero a un plazo muy corto de 12 meses.

¿Considera que el Estado debería tener una mayor intervención? ¿Qué tipo de medidas podría tomar para las PyMEs?

Una alternativa es bajar las cargas impositivas. Por ejemplo, el impuesto a los débitos y créditos bancarios que distorsiona el objetivo de bancarizar las PyMEs, por un lado te obligan a realizar todo a través de los bancos pero después te cobran el impuesto. Entonces, te alientan y te desalientan al mismo tiempo. Esto encarece el costo de las operaciones.

Por otra parte, el Estado debería subsidiar parte de las tasas de interés y otorgar préstamos en forma directa o a través de los bancos con una reglamentación específica de PyMEs para los bancos con condiciones más flexibles y menos requisitos.



En un mercado globalizado donde están compitiendo las PyMEs son empresas multinacionales ¿Te parece que el Estado tendría que tener una intervención más activa?

Yo creo que en este momento el gobierno no está teniendo políticas para que las empresas argentinas compitan más allá de favorecerlas en el mercado interno. No veo que haya políticas del Estado Nacional para beneficiarlas en competencia con el mercado internacional. Creo que en ese sentido, podría ofrecer capacitaciones para que las PyMEs puedan competir mejor con el exterior.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Qué opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

Más allá de que se pueda usar como herramienta de financiamiento, creo que es otro factor donde el Estado podría participar, informando a las PyMEs sobre sus ventajas y beneficios y estableciendo canales para poder instrumentarlo adecuadamente y de forma accesible. Actualmente, los fideicomisos PyME surgen más por iniciativa propia del empresario que lo conoce que por la oferta del mismo mercado. Hoy no está muy incorporado dentro del abanico de alternativas de financiamiento para las PyMEs.

Según su opinión, ¿Quién sería la persona más idónea para asesorar a las PyMEs para acceder a un fideicomiso?

El Estado Nacional promocionando el instrumento en el sentido que mencionaba antes y los contadores o abogados desde la interna de la propia PyME.

11.1.3. Moscovich, Damian.

Formación académica: Contador Público Nacional (UBA); Licenciado en Administración (UBA).

Actividad actual:

UOL Sinectis S.A.

Gerente de Administración y Finanzas

Florida 537, 4ª piso - Buenos Aires. C1005AAK

Tel: (54 11) 4321-9110 Int. 2629

Fax: (54 11) 4321-9113

dmoscovich@uolsinectis.com.ar

www.uol.com.ar

Empresa PyME del rubro telecomunicaciones dedicada a brindar servicios de internet.

Actividad anterior:

- Accounting and Finance Supervisor at FLENI
- Auditor at BDO

Fecha: 09 de Junio de 2010.



¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

La economía argentina se sustenta claramente en las PyMEs, empresas que forman la trama básica de la estructura productiva, generando empleo, arraigo y agregación de valor a nivel local. El problema es que enfrentan más obstáculos para crecer y consolidarse que las grandes empresas, y se nota por parte del Estado, la falta de herramientas de financiamiento y políticas que tengan que ver con la producción.

Considerando la dimensión y la globalidad del problema ¿Cómo enfrentan hoy las PyMEs el problema del financiamiento? ¿Qué fuentes de financiamiento utiliza? ¿A qué plazos se están financiando? ¿Cuál es la tasa promedio?

Las PyMEs en Argentina se logran financiar mayormente por medio de la Banca Oficial, con líneas de crédito para las PyMEs destinadas al capital de trabajo, inversiones, gastos de evolución, compra de tractores y maquinarias y gastos de desenvolvimiento empresario. Algunas PyMEs logran financiamiento por medio de Obligaciones negociables y otros instrumentos financieros.

Actualmente existe el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario destinado a Empresas de cualquier dimensión y sector económico, que reúnan los requisitos exigidos por el B.N.A. y el B.C.R.A. para operar a crédito, y califiquen como sujeto de crédito. El destino es para Financiar Proyectos de Inversión, con criterio amplio, que cuenten con dictamen favorable de la Unidad de Evaluación de Proyectos, conformada por los Ministerios de Economía y Finanzas Públicas; Industria y Turismo; y Agricultura, Ganadería y Pesca, y las Secretarías de Comercio Interior; de Industria, Comercio y de la Pequeña y Mediana Empresa; y de Agricultura, Ganadería y Pesca.

Las características principales son:

Modalidad: En pesos.

Plazo: Hasta 5 años.

Interés: 9,90% TNA, vencida.

Por su parte, El BNA también está ofreciendo el Programa de Estimulo al Crecimiento de las PyMEs que tiene como destino y proporción la Constitución de Capital de Trabajo, hasta el 25% del nivel de ventas total anual, sin incluir IVA.

Plazo: Hasta 24 meses.

Interés: Tasa Nominal Anual del 10%, con bonificaciones específicas según tipo de empresa.

En relación a los requisitos que se piden en el sistema bancario para la aprobación de un crédito, ¿Qué posibilidades tiene una PyME Argentina de acceder al financiamiento bancario? En caso de no tener posibilidades, ¿Por qué cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

El actual contexto se caracteriza por altas restricciones en el acceso al crédito, aun habiendo fondos disponibles en tal sentido. Las PyMEs necesitan del crédito para sostener inversiones en activos fijos y de trabajo y generar empleo, pero se les dificulta obtenerlo por potenciales problemas de asimetría de información, que podrían manifestarse por ejemplo en la forma de operaciones informales que no son correctamente expuestas por aspectos impositivos y/o relacionados con la seguridad social, o por déficit en la preparación de información de soporte en la gestión.



En relación a los requisitos que se piden en el mercado de capitales para ingresar y acceder al financiamiento, ¿Qué posibilidades tiene una PyME Argentina de ingresar y de acceder a un financiamiento? En caso de no tener posibilidades, ¿Por qué cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

Entiendo que hoy el problema que existe para las PyMEs es que por no tener Argentina un mercado de capitales desarrollado estas no encuentran financiamiento apropiado y por ende deben acudir al mercado informal de descuentos de cheques o adelantos. Para tener una noción en el mercado de capitales argentino se negocian por día unos 20 millones de dólares en acciones, una cifra muy menor a cualquier patrimonio personal de un dueño de una gran empresa. Es decir que una persona puede más que manejar el mercado de capitales de un país.

En su opinión, ¿Cómo se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs? ¿Qué puede seguir haciéndose por las PyMEs? ¿Qué exigencias se deberían flexibilizar para poder acceder al financiamiento? ¿Cuál debería ser el foco de análisis? ¿Qué se necesita para que haya más financiamiento PyME de largo plazo?

Los grandes problemas de financiamiento para las PyME pasan por su necesidad de flexibilidad y capacidad de respuesta, lo que afecta su necesidad de capital de trabajo estrictamente operativo (créditos por ventas – inventarios – pago a proveedores). Este es un problema que muchas PyME con una importante capitalización también deben enfrentar. Por lo tanto, las entidades de crédito y demás consultores financieros deben profundizar su análisis de las variables y de la dinámica del negocio de las pequeñas empresas antes de llegar a conclusiones erróneas sobre su funcionamiento y estructura de capital óptima.

En base a tu experiencia ¿Qué consejos le darías a una PyME para mejorar sus condiciones crediticias?

El financiamiento bancario de corto plazo es la opción más común para las PyMEs en Argentina y en la mayoría de los países del mundo. Es vital para este tipo de empresas contar con una buena relación con los bancos y otras entidades de financiamiento.

Esta relación puede mejorarse de diversas maneras, mejorando la información sobre las PyME, a través de mejoras en las garantías crediticias, etc. Es necesario desarrollar una red de actores privados y entidades públicas que proveen fondos, proveyendo garantías financieras e información adicional, evaluando la calidad crediticia de la empresa y de esta manera reduciendo los costos de evaluación y rating, y en definitiva, mejorando y ayudando al requerimiento de flexibilidad de las PyME.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Qué opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

Entiendo que la estructuración de un Fideicomiso de oferta pública, en la actualidad, para una PyME es muy costosa, no siendo este un instrumento viable.



11.1.4. Ferreyra, Jorge.

Ladam Group SRL
Victoria Ocampo 360 Piso 3
CP(1107BGA), Buenos Aires
Argentina
Tel:+ 54 11 4515 64 54
Movil:+ 54 911 40 89 16 77
jorgeferreyra@ladam.com.ar
www.ladam.com.ar

Actividad: Actualmente se desempeña como Socio Gerente de Ladam Group SRL, Partner de Superfund Financial, Viena, Austria, FX Concepts y Penson Financial Service. Empresa dedicada a brindar servicios de apertura y gestión en inversiones en mercados NYSE, Nasdaq y Forex, bajo plataformas individuales o gestionadas; Asesoramiento para inversores calificados en fondos de inversión de Managed Futures y de divisas con capital garantizado; Participación y estructuración de Fideicomisos financieros e inmobiliarios.

Recibido de Operador Bursátil del Merval en Junio de 1992. Realizo estudios de Operador de Mesa de Cambios en el Banco de Boston, Administración de Carteras de Inversión, Operatoria de títulos Brady, Futuros y Opciones y Seminario de Ingeniería Financiera dictado por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales IAMC.

En el recinto de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y por el SINAC, en momentos de la gran suba del mercado en Junio de 1992, el Efecto Tequila, el default argentino, la pesificación y hasta nuestros días con la crisis hipotecarias en EEUU y Europa. Inicio laboral como liquidador de mesa de dinero en 1987
Fecha: 10 de Junio de 2010

¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMES para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

Las PyMEs son el motor de la economía, son muy importantes. Prácticamente, las PyMEs motorizan la economía, la dinamiza rápidamente en tiempo, tecnología y en resultado final.

En cuanto a la posibilidad de una PyME de crecer en la Argentina, en el universo de la economía, solamente el 15% como máximo logra sobrevivir. Hay 2 visiones: 1- Lo que pasa en la práctica y lo que sucede en la realidad; 2- Lo que tendría que ser y los efectos que hay cuando una buena PyME tiene los instrumentos para crecer.

Se estima que en el primer año y medio de vida de una PyME, no todas tendrán éxito, el 15 % no lograra sobrevivir.

¿En general las PyMEs cómo se están financiando? ¿Qué fuentes de financiamiento utilizan?

Muchas PyMEs se inician como un emprendimiento unipersonal o como una empresa familiar. A partir de ahí, se financian con fondos propios o con fondos de allegados de la familia que conocen del negocio de la PyME. Otras alternativas secundarias del mercado financiero que utilizan son cooperativas y entidades de segunda y tercera línea.

Con entidades de primera línea nos referimos a bancos nacionales y provinciales. Los 10 primeros bancos del ranking de Argentina por el BCRA, son:



el banco Nación (por los fondos que tiene del Estado), Banco Provincia, Banco Ciudad, en ese orden, seguidamente están el Banco Santander Río, Banco Francés, HSBC, Standard Bank, Patagonia, Macro y después los otros bancos. El volumen más grande lo tienen las 3 entidades oficiales. Le siguen bancos que son de segunda categoría que quieren entrar a primera como puede ser el Banco Comafi (es un banco que está creciendo que no deja de ser un Banco de segunda categoría por patrimonio y por cantidad de sucursales), el Banco Columbia y otros mas pero son muy pocos. Después esta la tercera categoría, la alternativa de un financiamiento a través de una cooperativa de consumo o de una filial de un sindicato que tiene armado un tipo de negocio de financiamiento. Una tercera línea sería que esta fuera de los cánones institucionales, no está avalada por ninguna entidad financiera

En relación a los requisitos que se piden en el mercado de capitales para ingresar y acceder al financiamiento, ¿Qué posibilidades tiene una PyME Argentina de ingresar y de acceder a un financiamiento?

En caso de no tener posibilidades, ¿Por qué cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

Aproximadamente, un 15% de las PyMEs tiene posibilidades de ingresar a la BCBA por el tipo de requisitos que piden. En general te piden algún tipo de garantía colateral que tiene que ver con garantías propietarias de cada socio gerente de la PyME. Las garantías colaterales se refieren a garantías personales de los socios de la PyME, también pueden ser de una SGR. A su vez, las SGR piden garantías tradicionales que son garantías hipotecarias y al no tenerlas no tiene éxito el proceso. Un similar proceso se sigue en la BCBA, hoy en día es un requisito indispensable la garantía hipotecaria.

Respecto de la BCBA la principal barrera para las PyMEs es el requisito de aportar una garantía inmobiliaria. Otra barrera de entrada son los montos mínimos para acceder al negocio, a lo que es la operatoria PyME, en este sentido, la PyME tiene que cumplir un piso mínimo de facturación en Pesos y un tope máximo de facturar menos de 40 millones (por la SePyME). Entonces, primero utiliza los parámetros de la SePyME y a partir de ahí también utiliza los parámetros de la BCBA que internamente pide que la empresa facture más de 10 millones de pesos. Además, se requiere que tenga una estructura del tipo de negocio y según el tipo de negocio si es inmobiliario/construcción lo va a descartar, tiene que ser netamente una PyME industrial. La BCBA descarta todos los negocios inmobiliarios porque no quiere asumir un riesgo inherente a la construcción referido a la economía en negro que se maneja en dicho rubro de actividad. La BCBA apoya más empresas agropecuarias e industriales. A las empresas de servicios no las apoya porque no conocen el negocio de la empresa y eso las habilita a no involucrarse.

En relación a los requisitos que se piden en el sistema bancario para la aprobación de un crédito, ¿Qué posibilidades tiene una PyME Argentina de acceder al financiamiento bancario?

En caso de no tener posibilidades, ¿Por qué cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

Por su parte, los bancos, a diferencia de la Bolsa, al principio para captarte como cliente evalúan que situación de movimientos diarios tenes, a partir de ahí van a empezar a dar una línea de crédito muy pequeña, que se podrá incrementar en base a que la PyME le de al banco un tipo de negocio asociado como por ejemplo, pago de sueldos a los empleados. Con toda la información que acumula el banco de Clientes, empleados con cuenta sueldos y sus pagos, etc.



elabora estadísticas con las cuales arma un "track record" de lo que es realmente la empresa.

Las PyMEs acceden a un crédito bancario primeramente con el crédito personal de un socio gerente de la compañía, le van a dar el crédito de acuerdo a sus avales personales y a partir de ahí en cuanto va madurando la compañía con la presentación de los balances y el track record le van otorgando mas crédito; empiezan a sacarle el aforo personal del propietario y van dándole más énfasis al aforo personal de la compañía. Hay cosas que han cambiado, antes no tenía ninguna propiedad la compañía pero tomaban a cambio la propiedad que tenía cada individuo socio de la compañía. Lo que hacen a veces es vender y comprar algo que lo ponen a nombre de la compañía y la garantía que dan es del patrimonio del inmueble que compro la compañía.

¿Cómo cree que se podría mejorar la relación de riesgo en términos de financiamiento y establecer una relación ganar-ganar entre el deudor y el acreedor?

El mejor instrumento hoy es un Fideicomiso o una ON. Las ON no necesariamente cotizan en bolsa o pueden hacerse ON privadas.

En su opinión, ¿Cómo cree que se podrían mejorar los procesos de financiamiento para las PyMEs? ¿Qué exigencias se deberían flexibilizar para poder acceder al financiamiento? ¿Cuál debería ser el foco de análisis?

El foco de análisis debería ser el flujo de fondos y también complementarlo con una calificadora de riesgo que se comprometa más y que sea la que decida la prima de riesgo que tenga un negocio determinado. Contrariamente, si consideramos los parámetros tradicionales que se están usando en la actualidad, no vamos a modificar la situación. Creo que las calificadoras de riesgo deberían involucrarse y conocer más en profundidad a las PyMEs, evaluar el riesgo que puedan tener, ver el flujo de fondos y a partir de ese flujo de fondos estructurar un financiamiento a la medida de cada empresa. No como lo hace el sistema tradicional que se enfoca principalmente en el aval hipotecario que cada socio pueda aportar también sería necesario que los bancos o el mercado financiero le den a las calificadoras de riesgo la importancia que tienen y que le den el aval que necesitan para que la propuesta sea confiable.

¿Cómo se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs?

Recomiendo que se estructure un fondo de garantía de parte del Estado y que ese fondo de garantía agrupe a diferentes PyMEs y, como decía anteriormente, poniendo el foco de análisis en el flujo de fondos. De esta forma, con dicho fondo de garantía se podría habilitar a muchas PyMEs para que puedan acceder a un financiamiento. Yo creo que para la realización de esto, es fundamental la iniciativa y el apoyo por parte del Estado. Es decir, cubriendo la falencia de la garantía y después el financiamiento, tomándolo a nivel nacional a través de un bono.

También, el Estado podría aportar financiamiento por el ANSES o de cualquier otra línea de crédito interna que quiera emitir el Estado para después financiarlo y/o securitizarlo.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Qué opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

Si es viable y me parece que es el mecanismo ideal para financiar a las PyMEs.



¿De qué forma considera que el fideicomiso podría generar un esquema diferente de financiamiento para PyMES?

Primero estructurando un fideicomiso ordinario privado y después, cuando se tiene una masa crítica importante, estructurando un fideicomiso con oferta pública.

En relación al financiamiento a PyMES basado en la utilización del fideicomiso: ¿Considera que se les podría facilitar el acceso al financiamiento? ¿Por qué?

Sí, porque es una herramienta intermedia y a la tasa más atractiva del mercado, para que la PyME pueda subsistir más tiempo. El fideicomiso presenta ventajas de tasas más bajas y de plazos más largos de financiamiento.

¿Cree que se podría potenciar y maximizar el financiamiento a PyMES con el fideicomiso? ¿Por qué?

Sí, porque el fideicomiso ordinario es una herramienta intermedia entre el banco y el mercado capitales.

¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMES o solo a un sector? ¿Cuales serian las razones?

Se puede aplicar y beneficiar a todas las PyMES, de servicios, industriales, a todas. Actualmente se usa más en el sector agropecuario y en crédito de consumo de electrodomésticos Fravega, Garbarino y también las más chicas.

¿De acuerdo a los diferentes tipos de fideicomisos, cuales son los más utilizados en la actualidad por las PyMES considerando su rubro de actividad? ¿Por qué?

La PyME agropecuaria es la que mas está utilizando el Fideicomiso financiero, que avala el rubro agropecuario.

¿Por qué cree que los inversores del mercado local, estarían dispuestos a participar en fideicomisos destinados a PyMES? ¿Cuáles son los inversores que potencialmente podrían invertir en PyMES?

Considero que los inversores locales estarían dispuestos a invertir, también los extranjeros. Los que en base de riesgo y beneficio en tasa de interés están dispuestos a resucitar la cartera en un 20% y hacer un mix de tasas entre lo que serian las distintas alternativas del mercado financiero como ser bancos y distintos fideicomisos en serie para lograr una mayor rentabilidad que esté por encima de la inflación o lo más cerca a la inflación posible. Serian inversores que diversifican su inversión, como una segunda alternativa, la de invertir en fideicomisos orientados a PyMES.

¿Cuáles son los factores críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso?

La evaluación crediticia y los riesgos que tiene. Quien va a hacer la evaluación crediticia, tiene que ver con el fiduciante y con la calificadora.

¿Cuáles son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?

Las ventajas son obtener una tasa más baja de financiamiento respecto a la tasa bancaria y certeza del plazo, es decir, yo planifico un negocio a 2 años y medio y sé que en ese tiempo voy a contar con una tasa del mercado que si bien puede ser alta es compatible con mi negocio.

Las ventajas están dadas por los costos, menor tasa y plazo más largo.

Considerando que el fideicomiso ha tenido mayor difusión en los últimos años ¿Cuánto hay de marketing y cuanto de realidad en la efectiva concreción y uso satisfactorio de un fideicomiso?

En la construcción se usa el fideicomiso a nivel privado por que en la bolsa no tienen aceptación. La forma de vender el fideicomiso privado, por boca de pozo de construcción, es por medio del marketing. El tipo de financiamiento de un fideicomiso de construcción privado, en cierta medida fue el que remplazo al volumen que hace 20 años operaba en las hipotecas de una escribanía. Lo que tradicionalmente hacia la escribanía que te tomaba el dinero y se lo entregaba a una constructora hoy se ve remplazado por la figura del fideicomiso en términos generales.

¿El fideicomiso es una herramienta que efectivamente permite bajar los costos de financiamiento? ¿Los mismos podrían ser absorbidos por una PyME? ¿Cuáles son los costos asociados de estructurar un fideicomiso?

Si, definitivamente tienen un costo menor. Para armar un fideicomiso y que no te impacte fuertemente en la tasa que tiene que pagar la PyME, el fideicomiso tiene que ser como mínimo de tres millones de pesos, los costos que tiene asociados para armar tres millones de pesos son de aproximadamente un 6% y 8% como comisión por única vez y fija de estructuramiento de todos los involucrados en el fideicomiso, del estudio legal, del que va a emitir los certificados de participación y del colocador (los underwriting). Entonces, en el primer año la tasa se incrementa de 6 a 8 puntos en TNA. Los gastos los va a pagar por única vez, pero el fideicomiso puede tener diferentes series, donde la primera serie sea de tres millones de pesos, pero a su vez puede llegar por ejemplo a diez millones de pesos, entonces vas a prorratear los 6 puntos de TNA por toda la vigencia del fideicomiso que puede ser de 3, 5 o 10 años, según las series que se emitan. Esto es en la primera etapa, en la segunda, tercera o cuarta ya tenes un gasto de 2.5% a 3%. En la primera etapa es donde tenes un costo mayor, donde te impacta fuertemente la tasa, después tenes un costo de colocación del fideicomiso que entre colocación, la tenencia de los valores del fideicomiso "A" y "B" que son los certificados de participación, te sale un 2% a 3% adicional.

¿Qué medidas debería tomar el Estado para fomentar la financiación a PyMEs mediante la instrumentación de fideicomisos?

Tendría que hacer un relevamiento de las PyMEs y una educación proactiva del tipo de financiamiento que pueda llegar a ingresar en este tipo de negocio.

Según su opinión, ¿Quién sería la persona más idónea para asesorar a las PyMEs para acceder a un fideicomiso?

Tendría que ser el Estado, dentro del Ministerio de Producción. Hoy se está haciendo con SePyME y una entidad de la Provincia de Buenos Aires que también se dedica a las PyMEs.

A nivel privado, el asesor de una PyME tendría que ser un Estudio de Abogados de primera línea.

¿A qué plazos se están financiando hoy las PyMEs a través Fideicomisos?
Entre 6 y 10 meses, y la duration que tiene los créditos no más de 18 meses.

Duration es el crédito inicial hasta la última parte que se va a pagar en total son ej. 18 meses, pero el promedio de los créditos que tiene otorgado ese fideicomiso puede ser 7 meses, 10 meses ese es el plazo que hoy se toma como promedio.



El universo de créditos que estas tomando con un fideicomiso es entre 6 y 10 meses.

Tenes los créditos que duran 3 meses y van ingresar rápido la plata al fideicomiso y tenes los que duran 12 meses y 18 meses. El promedio de todos es entre 6 y 10 meses

¿Qué se necesita para que haya más financiamiento a PyME de largo plazo?

Mejores condiciones económicas y de estabilidad del país, una política de compromiso por parte del estado, con el conocimiento de cada sector y con la capacitación que tienen las calificadoras, para ver si el negocio es realmente rentable.

¿Crees que los inversores del mercado local estarían dispuestos a invertir en fideicomisos para PyMEs? ¿Algún tipo de inversores en particular?

Si, el inversor particular que cuenta con un patrimonio menor a 70 mil dólares.

¿En base a tu experiencia que consejo le darías a una PyME para mejor sus condiciones crediticias?

Que sea 100% transparente en el todo la operatoria e información de la PyME. Uno de los problemas que tienen hoy las PyMEs es que parte de la economía la tienen en negro. Todas las PyMEs cuando empiezan creen que tendrán un mejor plan de negocio y eficiencia a largo plazo manejando 50% en negro y 50% en blanco pero el historial de las PyMEs en Argentina verifica que toda PyME que tenga un 50% en negro en funcionamiento y que a su vez ese 50% a través del tiempo lo va pasando a blanco, la posibilidad es 100% mayor de éxito y sobrevivencia en el futuro. Es una PyME que a través del tiempo va a ser exitosa sino, no va a dejar de ser exitosa pero no va a tener poder de crecimiento. Y al estar limitada al crecimiento, va a perder oportunidades de negocio, porque no tiene las cosas perfectamente 100% en orden y una PyME que tiene 100% en orden, históricamente su compañía su patrimonio a mediano plazo se va a fortalecer con un 20% o un 25% de ese patrimonio. Nadie que vaya a comprar una PyME, aunque sea exitosa, si ve que operan en "negro" (informalidad), no va a querer comprar o le pondría un precio muy bajo porque no sabe que hay detrás y que está mal. Entonces, si tiene el total de sus operaciones en "blanco" (formales), aunque sea una compañía con ganancia pequeña, significa que no tiene nada que ocultar y es fácil de valuar y mucho más atractiva para alguien que la quiera comprar.

¿Desde la bolsa de comercio que te parece que se puede seguir haciendo para apoyar a las PyMEs para mejor su posición y su participación en la bolsa de comercio?

Por el lado de la PyME, informarle al mercado financiero y a la BCBA en particular que tipo de negocio tiene cada compañía en individual y abrirle la puerta a la bolsa para que conozca la empresa y vea que todos los parámetros están en blanco.

Por el lado de la BCBA, tratar de flexibilizar algunos puntos que hoy son muy rígidos y no le dejan entrar a la bolsa para financiarse a las PyMEs

¿Existe algún aspecto que considere relevante y no se haya abordado hasta el momento?

Las PyMEs que tienen su economía o parte de ella en "negro" obtienen "ventajas económicas relativas" pero de corto plazo porque en el mediano y largo plazo termina siendo un problema. Difícilmente un banco o el mercado de capitales acceda a otorgarle un financiamiento a una empresa que tenga operaciones en



“negro”, siendo las posibilidades de acceder al financiamiento a través del circuito formal prácticamente nulas. Otro problema se presenta también al empresario PyME que opera en “negro” al momento de querer vender su empresa ya que los compradores le bajarán el valor de compra o no estarán dispuestos a asumir mayores riesgos.

Esto se debe a que ninguna entidad financiera del circuito formal o potencial comprador, estaría dispuesto a correr el riesgo que representan las operaciones en “negro”, principalmente por no poder conocer la magnitud del problema y por el alto nivel de incertidumbre y dudas que genera respecto de la información que pueda aportar. Por ejemplo, de la lectura de sus balances, no se podrá saber o verificar si las ventas y gastos son reales o no con lo cual no habrá ningún análisis crediticio que tenga validez.

Por otra parte, los analistas de crédito y consultoras financieras también se resisten a trabajar con PyMEs que operan en “negro” o patrocinarlas porque puede dar lugar a problemas que luego afecten negativamente la buena reputación que puedan tener en el mercado el asesor.

En este contexto, las PyMEs que no pueden acceder al mercado financiero formal terminan acudiendo a las denominadas “cuevas financieras” como fuente de financiamiento.

Las cuevas ofrecen a sus clientes, mediante la utilización de empresas que están al borde de la quiebra y sociedades fantasma, la posibilidad de canalizar cheques a través de cooperativas, laboratorios, mutuales y algunos establecimientos agropecuarios que gozan de exenciones impositivas.

De esta forma evaden principalmente el impuesto a los cheques; IVA y ganancias.

Además de las maniobras que permiten evadir el pago de impuestos, las cuevas incorporaron una modalidad que se conoce en el ambiente bursátil como “contado líquido” y consiste en comprar bonos en el mercado argentino, pagarlos en pesos y venderlos en los Estados Unidos, en dólares. Finalmente, los operadores solicitan que el dinero de la venta de esos títulos se deposite en cajas de seguridad de distintos bancos de los Estados Unidos. De esta forma, las empresas logran hacer transferencias de dinero “negro” a otros países.

En términos de financiamiento, la mayoría de las operaciones entre las cuevas y las PyMEs consiste en el descuento de cheques a tasas del 32 a 36 % en términos de TNA más un 2% fijo y directo en concepto de comisiones y gastos aplicado sobre el monto total de cheques a descontar. A su vez, estos gastos pueden variar de acuerdo a la procedencia del cheque y al plazo de cobro. Generalmente, las cuevas le asignan un límite de crédito a cada PyME a partir del cual comienzan a operar. En cuanto a los plazos de financiamiento, el límite máximo es el permitido por los cheques, es decir, de 360 días.

11.1.5. Quinelli, Luis.

Formación: Ingeniería y Dirección de Empresas.

Actividad:

- Empresario, Fundador y CEO de Sion, empresa proveedora de servicios de Internet.
- Presidente del sello discográfico de música góspel Canzion Group LP, con presencia en Argentina, Chile, Colombia, Brasil, México, EEUU y España.



Sion S.A.
Presidente
Virrey Olaguer y Feliu 2437
CP 1426 - Capital Federal - Argentina
TEL/FAX +5411-4110-2525
lquinelli@sion.com
<http://www.sion.com>
<http://www.sionbusiness.com>

Fecha: 30 de junio de 2010.

¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

En mi opinión es altamente relevante. Esta comprobado en todo el mundo que las PyMEs son grandes generadoras de empleo y de valor económico.

Considerando la dimensión y la globalidad del problema ¿Cómo enfrentan hoy las PyMEs el problema del financiamiento? ¿Qué fuentes de financiamiento utiliza? ¿A que plazos se están financiando? ¿Cuál es la tasa promedio?

Con recursos financieros propios (capital del accionista), friends & family capital, algún crédito bancario, y un fideicomiso privado donde se canaliza el dinero de friends & familia. Nos financiamos a 18 meses promedio, y la tasa en pesos es del 20%, mientras que en dólares es del 11% TNA.

En relación a los requisitos que se piden en el sistema bancario para la aprobación de un crédito, ¿Que posibilidades tiene una PyME Argentina de acceder al financiamiento bancario?

Posibilidades limitadas.

En caso de no tener posibilidades, ¿Por que cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

En nuestro caso, siendo nosotros una empresa de servicios, el crédito bancario es limitado porque no existe prácticamente el cash-flow lending en el mercado bancario.

En relación a los requisitos que se piden en el mercado de capitales para ingresar y acceder al financiamiento, ¿Que posibilidades tiene una PyME Argentina de ingresar y de acceder a un financiamiento?

Hay posibilidades, pero también limitadas al igual que en el mercado bancario. El mercado de capitales para PyMEs esta subdesarrollado.

En caso de no tener posibilidades, ¿Por que cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

La PyME normalmente no tiene los recursos para lograr el grado de estructuramiento e información que si tiene una gran empresa. La volatilidad de este tipo de compañías es mayor, y el mercado de capitales aun no esta 100% acondicionado para recibir este tipo de compañías. El mercado de capitales en Argentina esta orientado a las empresas medianas y grandes.

¿Como cree que se podría mejorar la relación de riesgo en términos de financiamiento y establecer una relación ganar-ganar entre el deudor y el acreedor?

Con financiamiento desarrollado específicamente para este tipo de compañías. Un financiamiento especializado en PyMEs, que sepa interpretar más



detalladamente los riesgos y oportunidades de operar con este tipo de compañías. De la misma manera que esta comprobado que los sistemas de microcréditos para emprendedores tienen un nivel de riesgo bajo (a pesar que los sujetos de crédito son de un perfil de riesgo alto según el análisis tradicional), dado que se genero un sistema para prestar dinero a este tipo de sujeto específicamente, se debería desarrollar financiamiento específico para PyMEs que se ajuste a la dinámica de este tipo de compañías. Es decir, en mi opinión la mejora de la relación de riesgo se produciría a partir del diseño de un financiamiento específicamente desarrollado para PyMEs, a partir de la aplicación de modelos específicamente desarrollados para este tipo de compañías.

En su opinión, ¿Como se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs? ¿Qué puede seguir haciéndose por las PyMEs? ¿Que exigencias se deberían flexibilizar para poder acceder al financiamiento? ¿Cuál debería ser el foco de análisis? ¿Qué se necesita para que haya más financiamiento PyME de largo plazo?

En mi opinión el Estado debería intervenir en el mercado bancario y de capitales para promover el desarrollo de modelos de financiamiento a las PyMEs que ayuden a generar un mercado de financiamiento para este tipo de compañías. Paralelamente, solo el estado tiene el poder para generar condiciones de mercado para que las PyMEs se desarrollen; de tal manera de hacer de este tipo de empresas un negocio atractivo para el mercado financiero. El estado puede generar leyes que promuevan un marco de seguridad para las inversiones en este tipo de compañías.

En base a tu experiencia ¿Qué consejos le darías a una PyME para mejorar sus condiciones crediticias?

Mejorar la calidad de información financiera. Esforzarse por llevar adelante una administración eficiente, que genere entonces esa información clara y transparente acerca de la evolución del negocio.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Que opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

Dependiendo del tipo de PyME y del tipo de fideicomiso se pueden encontrar modelos de financiamiento en base a fideicomiso que sea viable para una PyME. Pero lo veo como una alternativa mas que debe aplicarse con el resto de las conocidas como financiamiento bancario por ejemplo.

En relación al financiamiento a PyMEs basado en la utilización del fideicomiso: ¿Considera que se les podría facilitar el acceso al financiamiento? ¿Por qué?

Entiendo que si, porque por ejemplo los bancos tienen por regulación del Banco Central un limite para prestar a PyMEs, mientras que un fideicomiso no, por ejemplo.

¿Cree que se podría potenciar y maximizar el financiamiento a PyMEs con el fideicomiso? ¿Por que?

Lo puede potenciar porque es una fuente más de financiamiento a agregar a las tradicionales como el financiamiento bancario, capital propio, proveedores, etc.

¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o solo a un sector? ¿Cuales serian las razones?



Dependiendo del tipo de PyME, el fideicomiso es más eficiente o no. Una PyME pequeña por ejemplo no logra aprovechar el fideicomiso porque los costos del mismo lo hacen caro para esa empresa pequeña.

¿De acuerdo a los diferentes tipos de fideicomisos, cuales son los más utilizados en la actualidad por las PyMEs considerando su rubro de actividad? ¿Por qué?

En nuestro caso utilizamos un fideicomiso de garantía privado, a través del cual recibimos capital del friends & family.

¿Por qué cree que los inversores del mercado local, estarían dispuestos a participar en fideicomisos destinados a PyMEs? ¿Cuáles son los inversores que potencialmente podrían invertir en PyMEs?

El fideicomiso es una herramienta de garantía que permite al inversor tener una seguridad mayor sobre el cobro del capital, aislándose en parte del riesgo performing del negocio. En nuestra experiencia friends & family fueron los que invirtieron en nuestros fideicomisos.

¿Cuales son los factores críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso?

Las garantías que se transfieren al fideicomiso, las tasas de interés ofrecidas a los inversores, y el correcto diseño del mismo para optimizar la carga fiscal.

¿Cuales son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?

La posibilidad de captar más capital dado que la regulación para este tipo de instrumentos es más flexible con respecto al tradicional crédito bancario.

Considerando que el fideicomiso ha tenido mayor difusión en los últimos años ¿Cuánto hay de marketing y cuanto de realidad en la efectiva concreción y uso satisfactorio de un fideicomiso?

Mitad y mitad. El fideicomiso es una herramienta útil en la medida que este bien aplicado, y no en todos los casos se aplica correctamente.

¿Cuáles son los costos para estructurar un fideicomiso como instrumento de financiamiento? ¿El fideicomiso es una herramienta que efectivamente permite bajar los costos de financiamiento? ¿Los mismos podrían ser absorbidos por una PyME?

Los costos son normalmente 1,5% de estructuramiento, 1,5% de colocación, y 1% de administración. No permite bajar costos, y dependiendo de cuan rentable sea el negocio de esa PyME el fideicomiso es conveniente o no.

¿Que medidas debería tomar el Estado para fomentar la financiación a PyMEs mediante la instrumentación de fideicomisos?

Bajar la carga fiscal a cero de los fideicomisos de oferta privada

Según su opinión, ¿quien seria la persona más idónea para asesorar a las PyMEs para acceder a un fideicomiso?

Consultores especializados en fideicomisos.

¿Existe algún aspecto que considere relevante y no se haya abordado hasta el momento?

No

11.1.6. Tcharikian, Gustavo Dario.

Banco Credicoop

Reconquista 484 5º piso, Capital Federal.

Tel. 5166-0097

gtcharikian@credicoop.com.ar

Estudio Jurídico Leal Ricaud & Asociados

Paraná 439, 5º piso, oficina "29"

Tel. 4371-9668

gtcharikian@lealricaud-abogados.com.ar

Formación Académica:

- Abogado, Universidad de Buenos Aires, graduado en 1999.
- Postgrado en Derecho de las Telecomunicaciones, Universidad de Buenos Aires, graduado en 2001.
- Postgrado en Dirección de Empresas de la Economía Social, Universidad de Tres de Febrero, graduado en 2008.

Actividad Profesional:

- Banco Credicoop, Jefatura de Control de Gestión de la Gerencia de Asuntos Legales, desde 1999. Auditaría y dirección de Estudios Jurídicos contratados por el Banco Credicoop CL para la gestión judicial de las causas en las que la Entidad es parte.
- Socio del Estudio Jurídico Leal Ricaud & Asociados, con especialización en asesoramiento a PyMEs, desde 1999.

Fecha: 28 de julio de 2010.

Según su opinión, ¿Que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

Considero que son fundamentales, principalmente por los puestos de trabajo que generan y por su participación en el PBI.

En relación a los requisitos que se piden en el sistema bancario para la aprobación de un crédito, ¿Que posibilidades tiene una PyME Argentina de acceder al financiamiento bancario?

En caso de no tener posibilidades, ¿Por que cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

En comparación con las grandes empresas, a las PyMEs les resulta más difícil acceder a un financiamiento bancario, porque para ello deben cumplir toda una serie de requisitos que exige el Banco central que a las PyME, en un porcentaje elevado, les resulta complicado cumplir, específicamente en el cumplimiento de obligaciones previsionales, de la seguridad social, laborales, de tener los Estados Contables al día con su respectiva documentación respaldatoria. Se les dificulta justificar adecuadamente los planes de negocio que exhiben al banco. En relación con los antedicho, las PyMEs tienen otra complicación adicional que las grandes empresas no tienen que es tener parte de su contabilidad en forma ilegal o en "negro" como por ejemplo facturación/ventas no registradas, etc., lo cual les dificulta en parte el acceso al crédito. A su vez, los bancos tienen que cumplir con determinada normativa del Banco Central y si no la cumplen no pueden otorgar los créditos.



En su opinión, ¿Como se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs? ¿Qué puede seguir haciéndose por las PyMEs desde los Bancos y el Estado? ¿Qué exigencias se deberían flexibilizar para poder acceder al financiamiento? ¿Cuál debería ser el foco de análisis? ¿Qué se necesita para que haya más financiamiento PyME de largo plazo?

Posibilidades hay varias. Actualmente existe en la Cámara de Diputados un Proyecto de reforma de las entidades financieras donde se hace foco no en la actividad financiera desde el lado de la identidad bancaria, si no que se mira la actividad financiera como un servicio público. Desde ese punto de vista, lo que se esta intentando con ese proyecto de Ley es considerar a la actividad bancaria como un servicio público con lo que eso implica, por ejemplo que la Ley establezca ciertos cupos de la capacidad prestable de las entidades financieras para que sea destinado a las PyMEs, o que haya una distribución geográfica de la capacidad prestable de las entidades financieras por regiones. Es una forma de encarar el problema del financiamiento a las PyMEs, exigir que las entidades financieras tengan un cupo mínimo exigido destinado a prestar a PyMEs. Actualmente son pocas las entidades financieras que se focalizan en el mercado de las PyMEs, las entidades estatales y las cooperativas lo hacen, pero las entidades privadas extranjeras destinan la mayor capacidad de su cupo prestable a empresas multinacionales o grandes empresas. A su vez, la Banca Privada Nacional tiende al mercado minorista de personas físicas. Son pocas las entidades financieras que se dedican a las PyMEs como especialidad o como principal sujeto de crédito. Con el proyecto de ley mencionado lo que se pretende hacer es resolver ese problema declarándolo servicio público de la actividad bancaria y estableciendo cierto cupo o limite destinado a prestar a las PyMEs como una forma de solución.

¿Cual debería de ser el foco de análisis al momento de evaluar el financiamiento a una PyME?

El foco fundamental a cual apuntar son: los antecedentes, el estado actual y la capacidad de devolución del préstamo. También considerar el análisis del mercado en el que se mueve, su flujo de fondos, la proyección futura de ese mercado, pero fundamentalmente la capacidad de la devolución del préstamo.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Que opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

A pesar de su escaso desarrollo en el mercado financiero, el Fideicomiso es una herramienta jurídica fundamental, es un instrumento que les permite a las entidades financieras garantizarse la devolución de los créditos con lo cual dinamizaría muchísimo mas la economía y potenciaría muchísimo mas la posibilidad de que los bancos financien a las PyMEs.

El fideicomiso se presenta como una solución que viene dada principalmente por la estructuración de garantías. Es una herramienta o mecanismo a través del cual las PyMEs podrían garantizar mejor las operaciones para que resulte más atractivo el préstamo a ese segmento de mercado y que a las entidades bancarias y financieras en general les resulte atractivo también por la garantía que reciben para la devolución del préstamo. En ese contexto, la herramienta del fideicomiso tiene el marco de desarrollo como un elemento que garantiza la devolución de los préstamos que otorgan las entidades financieras.

¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o solo a un sector? ¿Cuales serian las razones?

El fideicomiso es una figura jurídica muy flexible que se puede aplicar a cualquier tipo de actividad, mercado y a cualquier tipo de segmento de empresas con lo cual habría que adecuar el instrumento a la actividad en la que se desarrolla cada PyME, y encontrarle dentro de esa flexibilidad que tiene la figura jurídica fideicomiso cierta estandarización. Digo esto ultimo a fin de que no se encarezca el costo de instrumentación.

¿De acuerdo a los diferentes tipos de fideicomisos, cuales son los más utilizados en la actualidad por las PyMEs considerando su rubro de actividad? ¿Por qué?

En el mercado financiero tiene muy poco desarrollo el fideicomiso a pesar de que podría explotarse muchísimo mas. En el banco Credicoop, entidad en la que me desempeño, hay dos tipos de fideicomiso que son los que mas desarrollo tienen, uno es el fideicomiso inmobiliario y el otro es el fideicomiso de administración y garantías de sesión de flujo de fondos. Estos son los dos fideicomisos que mas desarrollo tienen, el inmobiliario tiene que ver con un fideicomiso en el cual se desarrollan proyectos de inversión inmobiliaria de construcción de complejos habitacionales para destinado a viviendas fundamentalmente y el fideicomiso de administración y garantías esta vinculado con la necesidad de préstamo que tienen las PyMEs y que garantizan cediendo en propiedad fiduciaria el flujo de caja que tengan a través de cobranza de tarjetas de crédito o a través de otro tipo de medios de cobranza que tengan para garantizar el préstamo recibido.

¿A que se debe el hecho de que operen básicamente con dos tipos de fideicomisos solamente?

Creo que tiene que ver más que nada con una situación de mercado, la realidad es que el fideicomiso desde lo legal, es un instrumento que puede aplicarse a cualquiera de las situaciones que se presenten, vinculado con la dinamización del otorgamiento de préstamos a PyMEs. Desde lo jurídico no hay condiciones que posicionen mejor a un tipo de fideicomiso que a otro, no tiene relación con una cuestión jurídica, tiene relación con cuestiones comerciales y de mercado.

¿Cuales son los factores críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso?

Desde lo jurídico el éxito o el fracaso del desarrollo de un fideicomiso en Argentina

va a estar bastante relacionado con que **recepción jurisprudencial** tenga este instrumento en las distintas discusiones judiciales que se vayan suscitando sobre su validez, sobre su oponibilidad a terceros, sobre su subsistencia frente a concursos o quiebras, este es un instituto que aunque tiene en la Argentina, alrededor de 15 años de legislado no tiene demasiados precedentes jurisprudenciales que puedan hacerle sentir o percibir a las entidades financieras que tiene una garantía absoluta que no va a ser revocada judicialmente, con lo cual el transcurso del tiempo y el apoyo jurisprudencial a este instituto va hacer que su desarrollo vaya creciendo. En tal sentido, el éxito o el fracaso del desarrollo de este instrumento va a depender, en el aspecto jurídico, de lo que acabo de decir y de la recepción favorable o no que pueda llegar a tener en la jurisprudencia en Argentina, en los tribunales.

Por otra parte, otro aspecto que relacionado con el éxito del fideicomiso esta relacionado con publicidad, promoción y la recepción favorable que tenga en los distintos mercados este instrumento, que tanto a los actores financieros llámese

banco en este caso como a los receptores de los créditos les resulte y lo perciban como un instrumento confiable, para que la decisión de los distintos actores del mercado vaya en el sentido de utilizar este instrumento como una solución posible.

¿Cuales son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?

Haciendo una comparación con el crédito hipotecario, por ejemplo, encontramos que en un **crédito hipotecario** la propiedad del inmueble esta en cabeza del deudor, el deudor lo que le da al acreedor es un derecho que es el derecho real de hipoteca, se le otorga una hipoteca al acreedor, el deudor le da una hipoteca por ese inmueble al acreedor y ese derecho lo que le otorga al acreedor es la posibilidad ante el incumplimiento del deudor de reclamar contra el deudor el pago de la deuda llegando incluso hasta el remate de esa propiedad que esta hipotecada para que con los fondos producidos del remate cobrarse el crédito adeudado, y ese derecho que tiene el acreedor se conserva incluso aun en caso de concurso o quiebra del deudor manteniendo el privilegio a cobrar por delante de cualquier otro acreedor que tenga ese deudor. Si en vez de utilizar la hipoteca utilizamos la figura del fideicomiso relacionada con bienes inmuebles para garantizar determinado crédito, lo que se hace con la figura del fideicomiso es que el inmueble ya no queda en cabeza del deudor, el inmueble pasa en propiedad fiduciaria a un fideicomiso, ese fideicomiso lo que va a hacer es garantizar el pago de la deuda que tomo ese deudor, y en caso de falta de pago de esa deuda, lo que hace el fiduciario el que administra el fideicomiso, en caso de falta de pago de la deuda (como es el propietario del inmueble) puede directamente ponerlo a la venta en el mercado sin necesidad de un juicio previo, sin necesidad de tener que afrontar largos tiempos judiciales y sin necesidad de un remate judicial en donde los precios de las propiedades son menores. En dicho caso, el fiduciario puede poner a la venta la propiedad directamente y con el producido de la venta en el mercado y con precios de mercado, pagarle el acreedor el crédito adeudado. De esta forma, se haría muchísimo mas dinámica la recuperación de los créditos en caso de demora del deudor y esta forma de fideicomiso podría utilizarse para garantizar préstamos para compra de vivienda única, para garantizar préstamos destinados al capital de trabajo, a inversión o a cualquier tipo de préstamos. Es decir, lo que se hace con ese inmueble es cederlo en propiedad fiduciaria a un fideicomiso, deja de estar en cabeza del deudor y el fiduciario en caso de falta de pago del deudor tiene la posibilidad de disponer mucho más fácil del inmueble. Esta operatoria **abarata los costos de recupero** de manera que también abarata el costo del préstamo, y es una manera me parece también de asegurar el recupero del préstamo por parte del acreedor, lo cual redundo en una mejor garantía y genera la posibilidad de que existan mayor voluntad de préstamos, a tasas mas bajas inclusive y a acceder a condiciones mas flexibles por los beneficios que se recibe a través del fideicomiso. Este mismo ejemplo puede ser llevado también a los **préstamos prendarios**, con bienes muebles.

El beneficio que tiene es el de flexibilizar, facilitar, dinamizar la constitución de garantías y la realización de esas garantías para el recupero del préstamo.

¿El fideicomiso es una herramienta que efectivamente permite bajar los costos de financiamiento? ¿Los mismos podrían ser absorbidos por una PyME? ¿Cuáles son los costos para estructurar un fideicomiso como instrumento de financiamiento a nivel bancario?



El fideicomiso en todos los casos va a funcionar como una garantía del préstamo que el banco otorga, fundamentalmente esa va a ser la finalidad del fideicomiso bancario o de cualquiera de sus formas, va a constituir una garantía del préstamo que el banco otorga. El préstamo en si mismo, va a seguir teniendo seguramente los mismos costos que cualquier préstamo normal que hoy en día el banco otorga de acuerdo a la línea de crédito que se trate, con los costos fijos o variables que hoy existen. El fideicomiso lo único que agregaría es la figura de la garantía que tiene el acreedor para recuperar el crédito, con lo cual el fideicomiso con lo que habría que compararlo es con los costos de otro tipo de garantías y no tanto con los costos del préstamo. El costo que otras garantías tienen va a depender de la forma de instrumentación y si requiere por sus características especiales la suscripción de una escritura pública. En términos de instrumentación, la garantía hipotecaria por ejemplo, para el caso de una cesión fiduciaria de un inmueble, va a ser necesaria la suscripción de una escritura pública al igual que en un préstamo hipotecario, con lo cual los costos van a ser similares. En el caso de una prenda, va a ocurrir lo mismo en términos de instrumentación con o sin fideicomiso. En el caso de una garantía conformada por una cesión de flujo de fondos o cesión de derechos de cobranza, la forma de instrumentación del fideicomiso va tener que ser la misma que la de garantía que se este tratando de remplazar. Por lo dicho, los costos en términos de instrumentación de garantías van a ser similares.

Lo que genera un ahorro importante de costos en el fideicomiso, es en todo lo relacionado con los costos del recupero en caso de necesidad de ejecución judicial de las garantías, porque cualquier tipo de ejecución judicial tiene dos costos fundamentales a saber:

1- El primero esta relacionado con los costos propios de la ejecución y los gastos judiciales y honorarios profesionales de los abogados que intervienen, los cuales incrementan aproximadamente sobre el monto de la deuda el costo en un 20% del monto reclamado. Esa medida, para la ejecución de los bienes o para el embargo de derechos o bienes del deudor, requieren de un juicio previo y el juicio te incrementa los costos calculados sobre el importe reclamado en al menos un 20% del valor de la deuda. Es decir, el acreedor pierde o el deudor tiene que pagar mas, dependerá de si el deudor tiene bienes suficientes para pagar un 20% adicional del importe de la deuda.

2- El segundo esta relacionado con la reducción y disminución del valor de los bienes que son objeto de la garantía sea un inmueble hipotecado o bien mueble prendado, sea el derecho que el acreedor tiene a embargar de determinados bienes o derechos del deudor. El valor de realización de esos bienes sean muebles o inmuebles, se verán reducidos o disminuidos en caso de ser subastados por vía judicial y en ese caso se estima una pérdida de su valor comparado con el valor de mercado que va de un 20% a un 30% de su valor real (como piso).

Por lo dicho, tanto en los costos de la ejecución como en el valor de realización de los bienes muebles o inmuebles o los bienes que existan por vía judicial, hay una perdida de un 20% + otro 20% respectivamente, que si el deudor no tiene los bienes suficientes para cubrir ese 40% de los costos adicionales, es dinero que pierde el banco y no lo puede recuperar. Si el deudor tiene sobre garantizada la operación y luego de una apelación comercial, se le debería reintegrar el saldo de lo liquidado.

Con el fideicomiso esos costos se reducirían notablemente porque para la realización de los bienes o de los derechos cedidos al fideicomiso en garantía, no hace falta una ejecución judicial y los bienes o derechos son liquidados, vendidos o recuperados a valores de mercado.



Respecto de la estructuración de un fideicomiso y sus costos, ¿hay un monto mínimo de financiamiento para operar?

En la Bolsa de Comercio los fideicomisos son de oferta pública, donde el destino de ese fideicomiso tiene inversores indeterminados y se requiere de la autorización de la Comisión Nacional de Valores y de la intervención de la Bolsa de Comercio. Dichos organismos establecen pautas que especifican y reglamentan la operatoria del fideicomiso.

En el caso de los Bancos y hasta el día de hoy, el Banco Central no ha regulado, no ha reglamentado el uso del fideicomiso. No existe un monto mínimo para operar. Lo que hay que considerar es el costo asociado que tiene que ver con la administración del fideicomiso. El fiduciario cobra honorarios, cobra un importe mensual por esa administración, entonces establecer un monto mínimo tiene relación con el hecho de que no termine resultando antieconómico. Es decir, los costos de administración seguramente van a tener un piso mínimo que tenga que percibir el fiduciario, entonces de determinado importe de crédito hacia abajo, ese costo mínimo que cobrara el fiduciario va a terminar convirtiendo al fideicomiso en antieconómico.

Por otra parte, en cuanto a la figura del fiduciario, los bancos lo que hacen es construir sociedades vinculadas para actuar como fiduciarios. Esto se debe a que la administración del fideicomiso no puede ser hecha por el mismo banco si no que tiene que ser hecha por una entidad, por una sociedad distinta. Entonces lo que están haciendo los bancos es que se trate de una sociedad controlada o vinculada a la entidad financiera debido a que el fiduciario no puede ser la entidad bancaria porque la entidad bancaria a su vez es la beneficiaria del fideicomiso.

¿Que medidas debería tomar el Estado para fomentar la financiación a PYMEs mediante la instrumentación de fideicomisos?

Que el Banco Central reglamente claramente el uso de esta figura en el sistema financiero, cosa que hasta ahora no ha sucedido, esta es una medida fundamental y principal que podría tomar el Estado a través del Banco Central para dinamizar este instrumento en el mercado.

El Banco Central debería reglamentar el uso del fideicomiso. Actualmente, las entidades financieras se rigen fundamentalmente por las normas que dicta su entidad de control que es el Banco Central, este regula la actividad financiera y tiene la facultad de establecer pautas, parámetros, tipos de garantías. Es decir, el Banco Central tiene poder para establecer niveles de previsionamiento que los bancos deben tomar ante los préstamos que otorgan, el porcentaje de sus fondos depositados que el banco puede prestar, que porcentaje de los fondos que recibe tiene que inutilizar para provisionar eventuales quebrantos por incobrabilidad. Esos porcentajes varían de acuerdo a las garantías que los bancos reciben por los préstamos otorgados, es menor el porcentaje o el nivel de previsionamiento que los bancos tienen que tomar cuanto mayor es la garantía que tiene por los préstamos otorgados. Por lo cual, si el Banco Central no reglamenta el fideicomiso, no considera validas a sus garantías, no establece niveles de previsionamientos bajos por esos tipos de préstamos con garantías otorgadas a través de este instrumento, los bancos probablemente sigan eligiendo las garantías reales y tradicionales.

Al día de hoy, el Banco Central no hizo una reglamentación clara y precisa de los fideicomisos.



Según su opinión, ¿quien seria la persona más idónea para asesorar a las PyMEs para acceder a un fideicomiso?

Si nos limitamos al sistema financiero, son los Bancos, por medio de sus analistas de riesgo, los ejecutivos de cuenta y los que estén desde el banco analizando ese segmento. Deberían tener la posibilidad de conocer que tipo de fideicomiso es el adecuado en función del mercado o de la actividad en la que se desarrolla la PyME. Si a esto le sumamos un adecuado nivel de regulación por parte del Banco Central, entonces tendremos a los bancos por un lado sujetándose a la regulación del Banco Central y por otro lado conociendo los distintos mercados en que las PyMEs se desarrollan. De esta forma, considero que los Bancos serian los sujetos mas capacitados para asesorar a una PyME en la estructuración de un fideicomiso.

Por otra parte, en el ámbito privado el profesional mas indicado seria un Abogado y/o un Escribano.

En el ámbito de mercados regulados como la Bolsa de Comercio, el personal mas adecuado puede variar porque además también hay regulaciones que tiene que cumplir por los organismos que regulan ese mercado.

11.1.7. Llambías, Ariel.

Mercado de Capitales

Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.

Directo: 6329-4721; Fax: 6329-6630

Tte. Gral. J. D. Perón 430- Piso 21° - C.P. C1038AAJ

Ariel.Llambias@bancogalicia.com.ar

www.e-galicia.com

Formación Académica: Máster en Dirección de empresas (CEMA) y Lic. Administración de Empresas (UCA).

Actividad: Actualmente se desempeña como Oficial de Negocios del Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. en Mercado de Capitales. Anteriormente, se desempeñó en el mismo banco en la posición de Analista de Negocios (nueva economía, proyectos de páginas web en Capital Markets SA, una sociedad del banco). También trabajó en la empresa Paradigma.

Fecha: 27 de agosto de 2010

¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

Las PyMEs en todas las economías sobretodo en nuestra región son un motor importante del crecimiento económico.

Considerando la dimensión y la globalidad del problema ¿Cómo enfrentan hoy las PyMEs el problema del financiamiento? ¿Que fuentes de financiamiento utiliza? ¿A que plazos se están financiando? ¿Cuál es la tasa promedio?

Hoy en la argentina las PyMEs se están financiando en una gran parte con Capital Propio ya que de acuerdo a la inestabilidad de nuestras políticas económicas que repercuten en la disponibilidad de fondeo de los Bancos, a las mismas les cuesta disponer de un financiamiento sustentable en el tiempo. Hoy

principalmente y de acuerdo a la actividad y sector en donde se mueven, están trabajando con Leasings, Cartas de Crédito, Prefinanciación de Importaciones y Exportaciones, acuerdos en cuenta y préstamos financieros a sola firma. Los plazos no llegan a más de 18 meses de vida promedio siendo en su mayoría por plazos menores a un año, con excepción de algunas líneas de Leasing. Las tasas son en su mayoría variables en base a TEC (Tasa Encuesta Corregida) de Bancos Privados o Badlar de Bancos Privados, ambas con correcciones que aplican los bancos. Las tasas promedio para un año rondan el 19% TNA mas gastos, para mayores plazos deberíamos hablar de 6 o 7 puntos sobre las bases variables.

En relación a los requisitos que se piden en el sistema bancario para la aprobación de un crédito, ¿Que posibilidades tiene una PyME Argentina de acceder al financiamiento bancario?

Habitualmente los requisitos que se piden son altos, en parte en base a normativa del Banco Central. Es difícil hoy en día que un Banco financie a una PyME que esta en su primer etapa de Start up. Todo análisis de riesgo bancario se basa en la sustentabilidad del negocio y que con la generación de fondos logre cubrir con los pagos de sus obligaciones.

En caso de no tener posibilidades, ¿Por que cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

La realidad es que en el sector existe informalidad y muchas veces se solicitan planes de negocios a futuro que muchas PyMEs no tienen por ser empresas jóvenes con gerentes que conocen realmente el negocio y como explotarlo pero no como reflejarlo a la hora de formalizar los números en un plan o proyecto de negocio a futuro.

En relación a los requisitos que se piden en el mercado de capitales para ingresar y acceder al financiamiento, ¿Que posibilidades tiene una PyME Argentina de ingresar y de acceder a un financiamiento?

Habría que diferenciar dos categorías dentro del Mercado de Capitales, una es la emisión pura de deuda, la cual conlleva formalidades a veces mayores a las que piden los bancos como Balances trimestrales e información de hechos relevantes que a nivel PyME requerirían muchos costos en estructura dedicada. No es un hecho menor ingresar a la oferta pública ya que requiere de mucha profesionalización. Una segunda opción es la emisión de Financiaciones estructuradas como pueden ser los fideicomisos financieros, los mismos tienen menos requisitos a nivel informativo ya que no hay un ingreso de la empresa en el régimen de oferta pública sino solo como Fiduciante de los activos que integran en Fideicomiso.

En ambas opciones igualmente cuentan con el reducido tamaño que hoy tiene el mercado de capitales local lo cual no hace fácil conseguir financiamiento sostenible.

¿Como cree que se podría mejorar la relación de riesgo en términos de financiamiento y establecer una relación ganar-ganar entre el deudor y el acreedor?

Muchas veces es bueno apalancarse en los activos de las empresas, carteras de créditos sanas y adecuadas políticas de originación hacen posible que esas carteras puedan securitizarse, venderse o ser otorgadas en garantía, para mejorar el riesgo inherente a la PyME.



En su opinión, ¿Como se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs? ¿Qué puede seguir haciéndose por las PyMEs desde el mercado de capitales/bancos/Estado? ¿Qué exigencias se deberían flexibilizar para poder acceder al financiamiento? ¿Cuál debería ser el foco de análisis? ¿Qué se necesita para que haya más financiamiento PyME de largo plazo?

Deberían crearse regímenes especiales para que ayudadas por el financiamiento desde los Bancos, el Estado y el Mercado, las PyMEs paulatinamente y en forma gradual puedan ordenarse y profesionalizarse a la hora de armar un proyecto sustentable. Hoy hay pocas líneas ya sea desde el Estado o desde entidades de desarrollo dedicadas a PyME. Asimismo, los regímenes PyMEs del mercado existen pero no son utilizados por defectos propios.

En base a tu experiencia ¿Qué consejos le darías a una PyME para mejorar sus condiciones crediticias?

Entiendo que la base para mejorar las condiciones crediticias es basada en la experiencia del negocio saber plasmar y saber proyectar ordenadamente un crecimiento y un plan de negocios sustentable.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Que opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

El Fideicomiso es una alternativa viable, no debe ser la única ni es la solución mágica a todos los problemas, pero bien usada puede ayudar con un adecuado mix de financiamiento.

En relación al financiamiento a PyMEs basado en la utilización del fideicomiso: ¿Considera que se les podría facilitar el acceso al financiamiento? ¿Por qué?

Facilita porque permite mejorar el riesgo basado en los activos de la compañía.

¿Cree que se podría potenciar y maximizar el financiamiento a PyMEs con el fideicomiso? ¿Por que?

Si por la misma razón.

¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o solo a un sector? ¿Cuales serian las razones?

Depende siempre de si esa estructuración otorga una mejora sobre el riesgo de la PyME.

¿De acuerdo a los diferentes tipos de fideicomisos, cuales son los más utilizados en la actualidad por las PyMEs considerando su rubro de actividad? ¿Por qué?

Los fideicomisos mas utilizados son los Financieros y los de garantía. Los mismos permiten el acceso al Mercado de Capitales en una forma simplificada y garantizar líneas de crédito mejorando plazos o tasas.

¿Por qué cree que los inversores del mercado local, estarían dispuestos a participar en fideicomisos destinados a PyMEs? ¿Cuáles son los inversores que potencialmente podrían invertir en PyMEs?

Los inversores en el mercado local siempre están buscando nuevos instrumentos ya que al ser nuestro mercado poco profundo y sin muchas opciones siempre son bien recibidas estructuras bien armadas.



Desgraciadamente hoy en nuestro mercado solo quedan los inversores individuos, los fondos ya sea de corto o mediano plazo, compañías de seguros y bancos. Con la ida de las AFJPs el mercado disminuyó mucho en volumen y solo quedan una pequeña porción de institucionales y bancas privadas que habitualmente piden rendimientos mayores.

¿Cuales son los factores críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso?

La calidad en la instrumentación y estructuración y saber bien a quien esta dirigido.

¿Cuales son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?

Las ventajas son las de ampliar la base de financiamiento, logrando un mejor mix de financiación con bancos y mercado.

Considerando que el fideicomiso ha tenido mayor difusión en los últimos años ¿Cuánto hay de marketing y cuanto de realidad en la efectiva concreción y uso satisfactorio de un fideicomiso?

Si el fideicomiso esta bien estructurado tiene ventajas, en nuestro mercado desgraciadamente no todas las estructuras son adecuadas y las mas difundidas han mostrado ya sus falencias, que a mi gusto no han sido solucionadas por el ente regulador, solo logrando hacer mas onerosas las estructuras pero no mas seguras.

¿El fideicomiso es una herramienta que efectivamente permite bajar los costos de financiamiento? ¿Los mismos podrían ser absorbidos por una PyME? ¿Cuáles son los costos para estructurar un fideicomiso como instrumento de financiamiento?

El fideicomiso no permite bajar los costos de financiamiento, permite tener más opciones de financiamiento. Puede ser que esta idea se haya generalizado hace unos años cuando estas estructuras contaban con beneficios impositivos enormes hoy la diferencia esta en conseguir financiamiento con un mejor riesgo (menor tasa) pero pagando los costos de estructuración. Estas estructuras tienen costos fijos altos los cuales pueden llegar a casi \$150.000, dependerá si la PyME puede absorberlos dependiendo del tamaño de la estructura, así como del plazo, hoy bastante limitado.

¿Que medidas debería tomar el Estado para fomentar la financiación a PyMEs mediante la instrumentación de fideicomisos?

El estado podría restablecer algunos de las exenciones impositivas para las PyMEs para de esa forma lograr una real baja en los costos de financiamiento, así como destinar fondos a proyectos que ameriten la inversión basados en análisis serios y responsables.

Según su opinión, ¿quien seria la persona más idónea para asesorar a las PyMEs para acceder a un fideicomiso?

Entiendo que las PyMEs a la hora de asesorarse con respecto a los fideicomisos deben consultar no solo a una persona, sino a un grupo de especialistas en cada tema, bancos para la estructuración financiera y lectura del mercado, tributaristas, asesores legales y contables. Es importante ver todos estos puntos en conjunto para evitar contingencias y futuros problemas. No creo que las soluciones "enlatadas" que hoy están en el mercado sean las mejores, es



preferible tener mayores costos pero minimizar contingencias de mediano y largo plazo.

11.1.8. Diéguez, Hugo.

Gerente Comercial

Garantía de Valores S.G.R.

Sarmiento 310 4 Piso (C1002AAH) | C.A.B.A.- Argentina

Tel: (54 11) 4317-8955

hdieguez@garval.sba.com.ar

www.garval.sba.com.ar

Hugo Guillermo Diéguez, es Gerente Comercial de Garantía Valores S.G.R. Sociedad de Garantía Reciproca que opera en el mercado desde junio de 2004. De nacionalidad argentino, es Licenciado en Administración de Empresas por la Universidad Nacional de Lomas de Zamora y ha participado en numerosos seminarios de capacitación sobre Management en el extranjero. A lo largo de su trayectoria estuvo a cargo del Departamento de Marketing Corporativo del Credit Lyonnais Argentina, cumplió funciones como Senior Sales Manager en Citibank N.A., y fue Consultor de Bancos y Entidades Financieras.

Fecha: 13 de septiembre de 2010

¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

Las PyMEs tienen un rol importante en la economía, crean riqueza y generan empleo. En este sentido, Garantía de Valores SGR (GarVal), nace con una clara estrategia de acompañamiento a la PyME en su desarrollo y facilitándole mediante el otorgamiento de garantías, el acceso a alternativas de financiamiento.

El socio protector principal es la Caja de Valores S.A. Cuyos accionistas son la B.C.B.A. y el Mercado de Valores de Buenos Aires. Razón por la cual nos proponemos especialmente generar un acercamiento de las PyMEs al Mercado de Capitales.

Desde nuestra experiencia como SGR, el fideicomiso nos permitió vincular muchas PyMEs productoras agropecuarias.

Por ejemplo en el año 2008 avalamos fideicomisos financieros por casi 25 millones de dólares de empresas de dicho sector. Operamos con las cadenas de valor de empresas como Dow, Dupont o Profertil, avalando ante las mismas a PyMEs productoras que le compran agroinsumos. Luego se securitizan las facturas avaladas por nosotros vía la figura de un fideicomiso financiero con oferta pública. Básicamente esto le permite a las PyMEs financiar parte de la campaña, a cuyo fin, con lo producido cancelan la operación.

Considerando los avales que otorgan ¿Que fuentes de financiamiento utilizan hoy las PyMEs?



Nosotros, por nuestro origen, concentramos la mayoría de nuestros avales en operaciones de mercado de capitales. Básicamente en descuento de cheques de pago diferido y fideicomisos financieros.

Sin son operaciones de mas largo plazo las canalizamos con las entidades financiera, ya que el mercado de capitales en estos momentos presenta muy pocas posibilidades para financiarse a largo y mediano plazo.

¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o solo a un sector? ¿Cuales serian las razones? Observamos que el Agro y las empresas de consumo acaparan la mayoría de los fideicomisos ¿Porque no hay otros rubros de actividad operando?

Las empresas de consumo de electrodomésticos y las del Agro son las que mas están operando ya que son las únicas que logran formar una masa critica que permite armar estructuras, que puedan soportar los costos de emisión, sin llegar a generar un alto impacto en el costo financiero total. Son además créditos que se pueden homogeneizar, tanto por características como plazos.

Si las estructuras son chicas, los costos fijos impactan con demasiado peso haciendo inviable la emisión.

Con los cheques hay una tasa y plazo promedio con que se estén financiando las PyMEs?

Los plazos varían y pueden llegar hasta los 360 días.

El promedio delos cheques que avalamos oscila entre 180 y 270 días. Las tasas son muy atractivas, pero a veces no guardan estrecha relación con los plazos, dependiendo si el inversor es institucional o persona física, en el caso de estas ultimas, la tasa esta directamente relacionada con la percepción del riesgo por parte del individuo.

En su opinión, ¿Como se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs? ¿Qué se necesita para que haya más financiamiento PyME de largo plazo?

Fundamentalmente, que se generen las condiciones en el mercado. Seguidamente, buscar en el mercado de capitales algún instrumento que te permita financiarte a largo plazo. Existen instrumentos como las ON PyMEs, que te permiten financiarse a mediano plazo, pero no hay mucho mercado en este momento. Hoy de largo plazo tenes el mercado financiero básicamente, sujeto a líneas de crédito que están atadas la mayoría de las veces a garantías reales.

En relación a los requisitos que se piden en la SGR a una PyME para poder obtener un aval, ¿Que posibilidades tiene una PyME de acceder a un aval? ¿Por que cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

Primero tiene que calificar como sujeto de crédito. El empresario PyME en general, tiene ciertas características que lo alejan de esa posibilidad. Muchos de ellos trabajan en el mercado informal, ya sea por necesidad o por vocación. El empresario se ocupa mucho por su "core business", y descuida muchos otros aspectos especialmente el financiero. Luego, a la hora de buscar asistencia crediticia se paga un alto costo, debido a la informalidad. Nosotros en general tratamos de avalar PyMEs con track record en el mercado, (mínimo 3 años), muestre un balance con ganancias y evidencia capacidad de repago de las deudas que va a asumir.



En su opinión, ¿Cual debería ser el foco de análisis de las PyMEs en términos crediticios?

La capacidad de repago, porque si no tiene capacidad para afrontar la deuda a asumir, se va a perjudicar tanto la PyME, como quien la avale. El problema de las PyMEs es que hacen **proyecciones de largo plazo, y lo financian con créditos de corto plazo**. Creo que eso tiene que ver con una falta de cultura financiera a la cual el empresario PyME no le da importancia. Sabe mucho de su negocio pero poco de su administración, y su principal debilidad termina siendo el manejo financiero, a tal punto que a veces asumen costos tan altos de financiación que terminan trabajando para el financista. Esta última situación se da principalmente por el hecho de manejarse en el mercado informal **a costos altísimos**, y no son conscientes de cómo impacta eso en su estructura económica.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Que opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

Si, de hecho esta probado por nosotros. Lo que pasa es que operativamente no es un instrumento apto para todo tipo de empresas. En nuestra la experiencia, es solo viable con este instrumento avalar PyMEs que formen parte de una cadena de valor de una gran empresa.

¿El fideicomiso es aplicable para todas las PyMEs o solo para un sector?

Para cada PyME hay una financiación adecuada, por las características del mercado y de la PyME habrá un financiamiento que le sirva y otro que no. En nuestra experiencia, el fideicomiso es un instrumento, por ahora mayormente viable para operar con cadenas de valor de grandes empresas.

¿De acuerdo a los diferentes tipos de fideicomisos, cuales son los más utilizados en la actualidad por las PyMEs considerando su rubro de actividad? ¿Por qué?

Las empresas de consumo y del Agro son los que mas usan esta herramienta. Y los que emiten son todos fideicomisos financieros con oferta pública. No conozco los del ámbito privado.

¿Por qué cree que los inversores del mercado local, estarían dispuestos a participar en fideicomisos destinados a PyMEs? ¿Cuáles son los inversores que potencialmente podrían invertir en PyMEs?

Los inversores institucionales son mayormente quienes invierten en este tipo de fideicomisos. Requieren por normativa que el instrumento cuente con una calificación de una calificador de riesgo y que estén garantizados por una SGR que emita garantías tipo "A" para el BCRA, es decir autoliquidables. Si son inversores institucionales financieros tienen ciertas restricciones en cuanto a capital de terceros en cuanto a las inversiones a realizar. También invierten algunas personas físicas pero lo hacen principalmente en Cheques avalados o patrocinados porque operan con montos más chicos.

¿Cuáles son los costos para estructurar un fideicomiso como instrumento de financiamiento? ¿El fideicomiso es una herramienta que efectivamente



permite bajar los costos de financiamiento? ¿Los mismos podrían ser absorbidos por una PyME?

Para emisiones globales y en dólares termina teniendo de un 10% a un 12% aproximadamente de costo financiero total (CFT). Como estas emisiones en general son de 270 a 360 días estamos hablando prácticamente de una TNA (El Agro opera todo en dólares).

Estas tasas terminan siendo muy inferiores a las que se obtienen del mercado informal y de algunas instituciones financieras. Claro esta que depende de esto, del nivel de PyME de que hablemos.

¿Cuales son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?

En término de tasas no hay mucha diferencia con otras formas tradicionales de financiamiento.

Lo cierto es que con el fideicomiso logran financiarse PyMEs que quizás no son sujeto de crédito apto para los bancos. Tener acceso al mercado de capitales es un elemento estratégico, especialmente cuando los bancos no están otorgando créditos y con una política de crédito restrictiva. En cambio en el mercado de capitales siempre tienen acceso, a diferencia de los bancos que eventualmente pueden cortar las líneas de crédito. Esta estrategia puede significar la continuidad de la compañía. No siempre el mercado de capitales le va a permitir bajar los costos, pero si acceder al crédito en un contexto fluctuante.

¿Que medidas debería tomar el Estado para fomentar la financiación a PyMEs mediante la instrumentación de fideicomisos?

Quizás contar con un vehículo o fondo de inversión para la compra de este tipo de estructuras. Es un segmento en el que las medidas que han tomado hasta ahora, no se puede decir que hayan sido del todo exitosas.

Considerando que el fideicomiso ha tenido mayor difusión en los últimos años ¿Cuánto hay de marketing y cuanto de realidad en la efectiva concreción y uso satisfactorio de un fideicomiso?

El tema no es hacer un fideicomiso para una PyME, el tema es hacer un fideicomiso que este aplicado a una cadena de valor, lo cual permite soportar los costos de la emisión.

Según su opinión, ¿quien seria la persona más idónea para asesorar a las PyMEs para acceder a un fideicomiso?

Para hacer un fideicomiso individual tiene que ser una PyME de envergadura. Si es un entramado de PyMEs chicas tiene que ir de la mano de un fiduciante que pueda fortalecer su cadena de valor, de otra forma seria imposible asumir los costos.

¿Existe algún aspecto que considere relevante y no se haya abordado hasta el momento?

El mercado de capitales es un recurso estratégico para la PyME, con esto quiero decir que en un contexto económico variable, la más sufrida ante la restricción de créditos es la PyME y en esos casos si no tenes acceso al crédito puede poner en riesgo la continuidad de la empresa. Entonces, poder acceder al



mercado de capitales, independientemente que la tasa sea alta o no, es estratégico y las PyMEs lo deberían tener en cuenta aunque no lo usen.

11.1.9. Cassagne, Ramón

Área Comercial y Departamento PyMEs
Bolsa de Comercio de Buenos Aires
Sarmiento 299 - 2° Piso
0054 (011) 4316-7092 / 4316-1000 / 7191
msosa@bcba.sba.com.ar
rcassagne@bcba.sba.com.ar
www.bcba.sba.com.ar

Fecha: 17 de septiembre de 2010.

¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

El sector PyME es muy importante para el crecimiento de la economía de un país, especialmente en Argentina donde existen aproximadamente 800.000 PyMEs (según datos de la SePyME dic. 2009) que aportan productividad y trabajo.

Considerando la dimensión y la globalidad del problema ¿Cómo enfrentan hoy las PyMEs el problema del financiamiento? ¿Qué fuentes de financiamiento utiliza? ¿A que plazos se están financiando? ¿Cuál es la tasa promedio?

En Argentina, uno de los problemas que tienen las PyMEs es que tienen parte de su economía de manera informal o como se le dice vulgarmente, en "negro" lo cual termina siendo una limitante para acceder al crédito. Al tener restringido el acceso al crédito, vemos que las PyMEs se financian con capital propio. Esto se puede observar de dos maneras, por un lado los empresarios apuestan en sus empresas e invierten las utilidades de la empresa, por el otro, al no tener acceso al crédito se les dificulta el crecimiento en el largo plazo. Cuando la empresa no da ganancia se hace casi imposible su crecimiento.

Las fuentes de financiamiento que utilizan las PyMEs en la BCBA son: 1- Acciones; 2- Fideicomisos Financieros; 3- Obligaciones Negociables; 4- Cheques de Pago Diferido Avalados o Patrocinados.

En cuanto a plazos y tasas, se pueden observar los informes mensuales de la BCBA que se adjuntan a la presente.

En relación a los requisitos que se piden en el mercado de capitales para ingresar y acceder al financiamiento, ¿Que posibilidades tiene una PyME Argentina de ingresar y de acceder a un financiamiento?

Muchas PyMEs no acceden al Mercado de Capitales simplemente por ignorancia del tema o porque no cuentan con profesionales idóneos que puedan asesorarlas y guiarlas en las presentaciones que deban hacer. Lo cierto es que la BCBA es de fácil acceso para las PyMEs y a su vez cuentan con un área creada específicamente para atenderlas de forma especial.

Se adjunta una planilla de requerimientos generales con los que se estudia la factibilidad de la empresa para operar en la BCBA.

Una ventaja de los cheques de pago diferido es que no requieren autorización de la CNV lo cual facilita y agiliza su uso.



En cambio, las ON y los Fideicomisos Financieros tienen oferta pública y tienen que ser aprobados por la CNV. A su vez, no es obligatorio contar con el aval de una SGR pero si no está presente seguramente va a repercutir en una mayor tasa y se le va a dificultar mucho la colocación.

En términos de calificación crediticia, el parámetro que se utiliza generalmente es de autorizar para operar un monto equivalente a dos meses de facturación o el 50% del patrimonio neto y de ambos se toma el menor.

En caso de no tener posibilidades, ¿Por que cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

Una de las razones de la dificultad que encuentran las PyMEs en el acceso al crédito se da en la falta de transparencia de los balances de la empresa. Al no tener muy formalizadas sus cuentas, se les dificulta el acceso al crédito en el mercado de capitales. El inversor quiere ver solvencia y números claros porque es adverso al riesgo.

¿Como cree que se podría mejorar la relación de riesgo en términos de financiamiento y establecer una relación ganar-ganar entre el deudor y el acreedor?

Lo que se hace en el mercado de capitales es justamente achicar la brecha que existe entre el comprador y el vendedor de un instrumento, ya que existen menos intermediarios y a diferencia de un banco no existe spread entre tasa compradora y vendedora.

En su opinión, ¿Como se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs? ¿Qué puede seguir haciéndose por las PyMEs desde el mercado de capitales/bancos/Estado? ¿Que exigencias se deberían flexibilizar para poder acceder al financiamiento? ¿Cuál debería ser el foco de análisis? ¿Qué se necesita para que haya más financiamiento PyME de largo plazo?

Uno de los problemas que encontramos para el crecimiento de las PyMEs son los topes máximos que establece la secretaria de la pequeña y mediana empresa para ser calificado como empresa PyME. Aunque hubo un ajuste recientemente, estos montos podrían ser mayores y generar la posibilidad de que accedan mayor cantidad de PyMEs a los beneficios que proporciona el mercado de capitales al sector.

- a) Encontrar nuevos instrumentos ej. Pagares bursátil para utilidad de las PyMEs.
- b) Sistema de garantías.
- c) Inversores dispuestos a invertir en instrumento PyMEs. Mayor desarrollo y evolución del Sistema de garantías recíprocas para PyMEs u otro sistema de avales, ya sea calificadora de riesgo etc. Interés del Estado por el sector posibilidades de subsidiar tasa ya sea directa o indirectamente (ej. Fondos PyMEs fondeados con plata de la ANSES)

En base a tu experiencia ¿Qué consejos le darías a una PyME para mejorar sus condiciones crediticias?

El consejo que le daría a las PyMEs es que mejoren su calidad crediticia por medio de sus estados contables y que se acerquen al mercado de capitales argentino que tiene muchas cosas para ofrecerles. Siempre decimos que cotizar algún instrumento financiero en el mercado de capitales, es visto desde afuera como una norma ISO 9002 para la empresa.



Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Que opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

El fideicomiso financiero es una muy buena alternativa de financiación para las PyME. Una de sus ventajas es que puede llegar a nuclear a un grupo de PyMEs en un mismo instrumento pudiendo financiarse con distintos montos, a eso se lo conoce como fideicomiso financiero colectivo. Otra de las ventajas del fideicomiso financiero, es que separa el balance de la empresa, lo que se entrega al fideicomiso es un flujo futuro de fondos. Este es un buen instrumento para empresas PyME que tengan un negocio rentable a pesar de no contar con tanta solidez.

Es importante destacar que en el último tiempo disminuyó mucho su uso debido a las últimas reformas que hizo el Estado en materia del impuesto a las ganancias que ahora deben pagar los certificados de participación de los fideicomisos financieros con oferta pública. Esto hizo que muchas empresas que operaban con el fideicomiso lo cambien por los valores de corto plazo (VCP)

¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o solo a un sector? ¿Cuales serian las razones?

El fideicomiso financiero es un instrumento que todas las PyMEs pueden utilizarlo. El sector agrario es el que más lo utiliza. Esto se debe a que el bien a fideicomitir va a ser el mismo para todas las PyMEs que se quieran agrupar para armar el fideicomiso financiero colectivo.

¿De acuerdo a los diferentes tipos de fideicomisos, cuales son los más utilizados en la actualidad por las PyMEs considerando su rubro de actividad? ¿Por qué?

Los más utilizados son los fideicomisos financieros con oferta pública.

¿Por qué cree que los inversores del mercado local, estarían dispuestos a participar en fideicomisos destinados a PyMEs? ¿Cuáles son los inversores que potencialmente podrían invertir en PyMEs?

Los inversores locales van a estar interesados en instrumentos PyMEs por diversos motivos. Históricamente las PyMEs son muy buenas pagadoras. Para el inversor, las tasas que maneja un fideicomiso PyME son muy atractivas.

Si el instrumento no cuenta con el 75% de aval de una SGR, solo los inversores calificados son los únicos autorizados a comprar fideicomisos financieros. Para ser inversor calificado tenes que cumplir con los requisitos impuestos por la CNV (Comisión Nacional de Valores)

¿Cuales son los factores críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso?

Uno de los problemas que encontramos en el fideicomiso financiero es que es muy costosa y compleja su estructuración tanto por su ingeniería financiera como por sus elevados costos fijos por lo que proyectamos que para lanzar un fideicomiso financiero tenemos que partir de un millón y $\frac{1}{2}$ de dólares (USD1,5M).

¿Cuales son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?



Ver respuesta pregunta N°8. (separar el balance de la empresa lo importante en este instrumento es el flujo de fondos que se puede otorgar al fiduciario financiero).

¿Cuáles son los costos para estructurar un fideicomiso como instrumento de financiamiento? ¿El fideicomiso es una herramienta que efectivamente permite bajar los costos de financiamiento? ¿Los mismos podrían ser absorbidos por una PyME?

(Ver planilla de costos de la BCBA anexa).

¿Que medidas debería tomar el Estado para fomentar la financiación a PyMEs mediante la instrumentación de fideicomisos?

Una de las contras que encontramos en la estructuración de un fideicomiso financiero, fue la decisión por parte del Estado de quitarles el beneficio impositivo que contaban por parte del estado nacional. Los certificados de participación ahora están grabados con el impuesto a las ganancias.

El Estado es el sector que más cosas puede hacer por las PyMEs. En lo que respecta a los fideicomisos, podría desde subsidiar estructuración del instrumento, hasta otorgar garantías y tasas subsidiadas para que estas empresas puedan acceder al crédito de mediano y largo plazo.

11.1.10. Ramos, Jorge.

Banco Ciudad de Buenos Aires
Oficial de Negocios
Gerencia de Área Banca a Empresas
Sarmiento 630, 3º piso
C1041AAN Bs. As. – Argentina
Tel. 4329-8600/8700 int. 2333
Fax. 4329-8727
joramos@bancociudad.com.ar

Fecha: 17 de septiembre de 2010.

¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

Las PyMEs son cruciales especialmente en la generación de Producto Bruto y en la generación de mano de obra, no tengo el número exacto pero tienen mucha generación de empleo.

Considerando la dimensión y la globalidad del problema ¿Cómo enfrentan hoy las PyMEs el problema del financiamiento? ¿Qué fuentes de financiamiento utiliza? ¿A que plazos se están financiando? ¿Cuál es la tasa promedio?

La menor porción de las PyMEs accede al mercado financiero el resto se autofinancian o se financian con financiación privada de financieras denominadas "cuevas" de financiación informal donde descuentan cheques a tasa altísima, de hasta cinco veces lo que te puede cobrar el banco o mas. El plazo es todo a corto plazo, hay poca financiación de largo plazo para las PyMEs, solamente hay en los bancos algunas líneas de hasta 36 meses para



comprar bienes de capital. El Banco Ciudad para compra de inmuebles tiene una línea hipotecaria de 10 años, hasta hace unos meses lo teníamos a 5 años y ahora lo duplicamos a 10 años pero esos son los plazos más largos. El grueso de los bancos financia corto plazo, capital de trabajo con préstamos a un año y descuento de cheques, 1 o 2 años es el promedio de plazo.

En relación a los requisitos que se piden en el sistema bancario para la aprobación de un crédito, ¿Que posibilidades tiene una PyME Argentina de acceder al financiamiento bancario?

Lo que se le pide a las PyMEs, deberían poder cumplimentarlo. A medida que nos acercamos mas a pequeñas o micro empresas, se les hace mas difícil porque no tienen una buena estructura administrativa, entonces te encontras por ejemplo con que el dueño lleva la administración en un "cuaderno" o que al momento de pedirle que complete los formularios no tienen una persona que le puede dedicar 2 horas para completar la carpeta del banco, esa es la realidad de las PyMEs. Lo que estamos haciendo nosotros ahora en muchos casos es, ir a la empresa le pedimos que nos "facilite" una persona un rato con acceso a información y le armamos la carpeta. A pesar de ello, cuando no hay mucho volumen de trabajo a veces vemos que la empresa se frustra al ver los formularios, no los completa, no accede al crédito y termina financiándose con cheques propios en una financiera que le dan dinero al 48% TNA.

En caso de no tener posibilidades, ¿Por que cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

En primer lugar, hay una cuestión cultural del empresario PyME que hace balances para no pagar impuestos. La realidad en Argentina es que la carga impositiva es alta y la PyME lo primero que le dice al Contador es que no quiere pagar impuestos, pero después cuando necesita crecer porque le salió un trabajo/proyecto y necesita comprar una maquina mejor o tener la mejor tecnología se encuentra con que su balance es una porquería y no le permite acceder al crédito. En segundo lugar, otra dificultad es la estructura administrativa, no tiene gente en muchos casos para completar una carpeta que es simple, no se le pide nada del otro mundo.

En su opinión, ¿Como se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs? ¿Qué puede seguir haciéndose por las PyMEs desde el mercado de capitales/bancos/Estado? ¿Qué exigencias se deberían flexibilizar para poder acceder al financiamiento? ¿Cuál debería ser el foco de análisis? ¿Qué se necesita para que haya más financiamiento PyME de largo plazo?

Desde el banco hay una orientación muy fuerte a las PyMEs y tratamos de comprender todo el universo PyME de la ciudad. El abanico es muy grande, el banco podría llegar a flexibilizar algún requisito pero no mucho porque son requisitos que nos pide el Banco Central. Hoy en día les mandamos el formulario por internet, pueda completarlo en un Excel, nos manejamos bastante bien vía e-mail. Lo que ocurre es que, aunque suene muy antipático, el empresario tiene que cambiar un poco la mentalidad, y muchas veces su estudio contable influye en eso porque muchos Contadores lo que hacen es solo impuestos, lo asesoran en impuestos y al momento de crecer sus Estados Contables dicen muy poco de la empresa. No se si de los bancos queda mucho por hacer pero lo que se pide no son cosas que no se puedan cumplir, la tiene que poder cumplir y si no las cumple es porque están muy mal, en un nivel de informalidad muy alto. El Banco Ciudad tiene líneas subsidiadas, además tiene un instituto de apoyo a las PyMEs



donde se generan reuniones, rondas de negocio, seminarios, charlas de capacitación, etc. Tal vez no sea muy efectivo pero es un apoyo mas que nada a las empresas mas chicas, un servicio no financiero a costo cero para las PyMEs. Desde el Estado el déficit en Argentina es que no hay un banco de fomento como puede ser el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) de Brasil que financia al 2% TNA a inversores y a 30 años. El BNDES no es como el Banco Nación de Argentina, este es un Banco Estatal que presta a empresas, en Brasil hay una política estratégica muy fuerte y las estrategias se plantean a 30 años subsidiando las inversiones estratégicas. Por ejemplo, nosotros tenemos un convenio con ellos donde si nosotros le otorgamos un aval a un cliente el Banco, este le otorga el crédito a un empresa Argentina para que compre bienes y maquinaria de Brasil. Ayer estuve en una empresa que hace quemadores industriales y puntualmente Ledesma, que es una empresa grande acá, compro una caldera de azúcar que vale 15 millones de dólares y lo hizo con un crédito de este banco Brasileiro. Dicho sistema es excelente y acá en Argentina no hay un banco así, todos son bancos comerciales, el único que podría llegar a hacer algo parecido pero que no tiene gran presencia, es el Banco Nación que es un banco comercial donde el accionista es el Estado, pero eso no quita que el objeto del banco sean operaciones comerciales, no hay de fomento. Y yo creo que estos bancos deberían de apoyar a la Nación.

Para financiamiento de largo plazo primero necesitas fondeo y ahí a veces por los avatares de la economía no hay mucho fondeo por eso creo que se debería de hacer con fondos del Estado, el banco Ciudad tiene fondeo a largo plazo, el depositario de todas las operaciones judiciales es un colchón que esta atado acá, y podría prestar mas a largo plazo por eso préstamos a 10 años o a 20 años a tasa fija para comprar como individuo una vivienda, si básicamente es esas, los bancos en Argentina, prefieren el negocio de corto plazo y transaccional y no el de largo, porque es mas rentable, mas seguro, mas corto.

En términos comerciales y desde la estrategia de un banco, ¿que lugar ocupa la PyME? ¿Cómo cliente es atractiva?

Yo creo que hoy la PyME ocupa un papel secundario, los bancos están orientados a clientes individuos. Se puede ver en la calle publicidades abrumadoras de tarjetas de crédito con beneficios, con descuentos en todos lados y se apunta más a la banca individuo. A pesar de ello, la cartera de PyMEs del Banco creció un 100% y tenemos que seguir creciendo a este ritmo para que tenga mas peso, pero la realidad es que no representan grandes volúmenes.

En base a tu experiencia ¿Qué consejos le darías a una PyME para mejorar sus condiciones crediticias?

Que se profesionalice y que se formalice lo máximo que pueda. También la realidad es que en algunos sectores formalizar implica perder competitividad porque se maneja mucho en negro y muchos si formalizan se quedan fuera del mercado por precio, pero básicamente que se profesionalicen porque hay muchas empresas que comenzaron siendo un taller y la persona sabia hacer zapatos pero al nivel que creció no la pudo manejar, o esta dejando pasar oportunidades por no ser profesional, por no tener una mentalidad de empresario. Básicamente que se profesionalicen en la gestión.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Que opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

De lo que conozco, me parece que esta muy acotado a empresas grandes y a su vez dentro de las PyMEs a aquellas medianas llegando a grande con un nivel de



buena estructura muy fuerte que te demanda la Bolsa, donde tenes que producir una información mucho mas grande que el volumen que te puede exigir un banco. Hoy lo veo todavía muy insipiente en Argentina pero puede ser una alternativa viable no muy masiva me parece.

¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o solo a un sector? ¿Cuales serian las razones?

Podría beneficiar principalmente al sector de PyMEs más grande, hay que generar algún consorcio de PyMEs chicas para que puedan acceder todas juntas a un fideicomiso.

El Banco Ciudad tiene un área o una estructura de fideicomisos para PyMEs?

No...

¿Cuales son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?

Una de las dificultades que también se le presentan a las PyMEs es el tema de las Garantías que pueda llegar a ofrecer y tener una cierta trayectoria mínimo de 3 años. En tal sentido, el fideicomiso una de las ventajas que tiene es permitir separar la garantía del patrimonio de la propiedad y tenerlo por separado entonces podría ser una forma de solucionar el tema del financiamiento a las PyMEs.

Es valido pero considero que es para un universo muy chico, para una porción muy chica de todo el universo PyME que es bastante amplio. Para mí el financiamiento de las PyMEs no pasa por crear nuevas estructuras o mecanismos de financiamiento sino trabajar sobre el acceso a las que ya existen. El tema es unirlos que encuadre, que puedan acceder, hay financiamientos del Estado, también la SePyME tiene financiación directa. La SePyME otorga fondos propios hay un programa que se llama FonaPyME y los instrumenta a través de Banco Nación.

¿Existe algún aspecto que considere relevante y no se haya abordado hasta el momento?

Como dije anteriormente, remarco la idea de que, aunque suene antipático, la PyME tiene gran parte de la responsabilidad en términos de financiamiento y no es solo culpa del Estado o los Bancos. Por ejemplo, el Banco pide un mínimo de patrimonio neto o rentabilidad y en muchos casos nos dicen directamente que tienen ventas en "negro". Lo que si creo es que debería de haber mas mecanismos de desarrollo para creación de empresas y eso si es política Estatal, los bancos o un banco como el BNDES de Brasil, como comente anteriormente, podrían determinar sectores competitivos y fomentar la creación de esas empresas. El promedio de vida de las PyMEs en Argentina es de 3 años aproximadamente y luego mueren, por eso para los bancos es muy complicado a veces entrar y te piden trayectoria. Es una responsabilidad compartida el empresario y el Estado, yo no veo por toda la normativa de calificación crediticia que tenemos en el Banco Central por las normas de calificación de Basilea no creo que se puedan generar muchas mas flexibilizaciones. Lo que exigimos hoy es balances, las deudas, estatutos que tengan los bienes asegurados, que genere ganancias y un nivel de patrimonio neto acorde.



11.1.11. Pertierra Canepa, Francisco.

Paraguay 577, piso 6
C1057AAE, Capital Federal
4314-6662
fpc@joaquinledesma.com.ar

1-Estudios y Formación.

Ingeniería Agronómica en la Facultad de Agronomía (UBA).
Curso de post grado en Formación Dirigencial en la Escuela del Centro de Estudios e Investigación para Dirigentes Agropecuarios en Argentina (CEIDA).
MBA de la Universidad del CEMA en Argentina.
Executive International Entrepreneurship Program en MBA de San Diego State University, California (U.S.).
Doctor en Dirección de Empresas en la Universidad del CEMA.

2-Actividad Profesional.

Actuó como Administrador, Asesor y Consultor dentro del sector agropecuario. Como Entrepreneur fue fundador y director de su propio proyecto entre los años 1993 y 1999, conduciendo fondos privados a negocios productivos de inversión de riesgo en la industria agropecuaria.
Fue convocado por SVD Soluciones Tecnológicas, empresa de desarrollo en el sector de IT (Information Technology), para liderar las actividades de Planeamiento Estratégico y Relaciones Institucionales. Permaneció en esta empresa socia de Monsanto Argentina, hasta principios del año 2003.
En el año 2003 fue convocado para integrar el equipo del prestigioso Estudio del economista, Dr. Joaquín R. Ledesma como responsable del Departamento de Management Estratégico y Fideicomisos.
En mayo de 2004 fue seleccionado para conducir como Director Ejecutivo, la Cámara Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión en Actividades Productivas – CAFIDAP.
En octubre de 2003 y luego de un proceso de selección pública a cargo de la consultora internacional Valuar-Hudson Highland, fue elegido para desempeñarse como Gerente General para el Start-up del Instituto de Promoción de Carnes (IPCVA), cuya finalidad es la promoción, crecimiento y difusión del comercio de carne vacuna argentina a nivel nacional e internacional.
Director Ejecutivo de la Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa (AAFyFID)

3-Actividad Académica.

- 1- Profesor de Entrepreneurship en el Máster de Dirección de Empresas.
 - 2- Director de Tesinas en el área de Entrepreneurship para las Maestrías en Dirección de Empresas y en Agribusiness.
 - 3- Profesor de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa en el Máster de Finanzas.
 - 4- Ex-Profesor de Marketing en las Licenciaturas de Administración de Empresas y de Economía.
 - 5- Profesor de los cursos Ejecutivos de Finanzas y de Dirección de Empresas.
 - 6- Profesor de los cursos de Actualización.
- En el año 2000 diseño y desarrolló el Entrepreneurial Contest que fue el primer Concurso de Business Plans (Planes de Negocios) de la Universidad del CEMA. En las ediciones 2001, 2002 y 2003 fue miembro del Jurado.
- Desde 2007 Profesor de Fideicomisos para el Instituto Argentino del Mercado



de Capitales (IAMC).

- En el año 2004 la Universidad de Belgrano: Profesor Titular de las Cátedras de Comercialización en las licenciaturas de Administración, Comercialización, Comercio Internacional y CPN.

- Dicta regularmente Seminarios y Conferencias en: Universidad del CEMA; Escuela de Negocios de la Universidad de Palermo; Universidad Nacional del Nordeste; UCA Salta; Universidad de Belgrano; Universidad FASTA; Universidad de la Cuenca del Plata; Congresos de AACREA; Bolsa de Comercio de Córdoba; Jornadas organizadas por distintos Colegios de Abogados y/o de Ciencias Económicas de la Pcia. de Buenos Aires.

Fecha: 17 de septiembre de 2010.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Que opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

Considero que el fideicomiso es una herramienta muy estratégica para las PyMEs y creo que no se difunde mas por una cuestión de desconocimiento y de paradigmas, tiene mucho que ver con el modelo mental de las PyMEs, con el modelo mental de los que manejan las PyMEs. En términos de costos, me parece que es una herramienta como cualquier otra, no veo que ese pueda ser el problema. Un fideicomiso puede tener más o menos costos pero dependerá de muchas otras cosas que lo justifiquen o no, por lo cual digo que esa no sería eventualmente la única traba, me parece que es más el desconocimiento, la falta de utilización y la falta de cultura. Con esto no quiero decir que no estén capacitadas, porque de hecho yo trabajo con las PyMEs en muchos casos, digo falta de cultura en tomar herramientas más novedosas. Si bien este no es un caso de una herramienta novedosa, si lo es en cuanto a la utilización. Esta herramienta tiene muchas bondades y para mi es una alternativa altamente viable.

En relación al financiamiento a PyMEs basado en la utilización del fideicomiso: ¿Considera que se les podría facilitar el acceso al financiamiento? ¿Por qué? ¿Podría potenciar su financiamiento?

Actualmente no hay financiamiento para las PyMEs, es una mentira decir que hay financiamiento para las PyMEs, lo que hay es plata cara y de corto plazo. Lo que hay son adelantos de cuenta corriente y financiamiento de ese tipo pero eso es plata cara y de cortísimo plazo. Las PyMEs no tienen una alternativa financiera o tienen poquísimas, en general se autofinancian muchísimo con cash propio, con recursos de los accionistas, o con nuevo inversores. Respecto de la Bolsa, se maneja principalmente en negociación de cheques. Por eso digo que para las PyMEs no hay alternativas de financiación. Tal es así que terminan usando como herramienta de financiación el descuento de cheques en "cuevas" lo cual me parece terrible porque estamos hablando de un costo de 70% u 80% si lo haces de punta a punta y si bien lo podrías mejorar si los negocias en la Bolsa, no es una alternativa sustentable, con lo cual no veo alternativas de financiación.

Creo que el fideicomiso es una alternativa de financiación fabulosa, de hecho ha sido una herramienta que permitió toda la financiación de muchísimas PyMEs que no hubieran calificado de otra forma. Además, es una alternativa de financiación probada para PyMEs y no dependerá tanto de la industria sino que

esta mucho más relacionado con la cultura, el pragmatismo, la costumbre, disponibilidad de asesores y, como dijimos antes, tampoco dependerá tanto de los costos.

**¿Podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o solo a un sector?
¿Cuales serian las razones?**

La herramienta es para cualquier sector y para cualquier necesidad, es una herramienta que depende del negocio, su financiación y los objetivos del negocio para justificarlo o no. Donde más se utilizo es en el sector inmobiliario y en el sector agrícola, más que en lo agropecuario y más que en la agroindustria.

¿A que se debe que solo predominan empresas agropecuarias, de consumo y del sector inmobiliario?

Lo que estas viendo es una parte de la película, recuerda que hay fideicomisos financieros y ordinarios como los dos grandes grupos que dice la ley. Lo que ves que cotiza en la Bolsa son solo fideicomisos financieros con oferta pública.

Entonces lo que ves es solo un sector donde predominan los agropecuarios que tienen relación con exportaciones y avales de SGR, también están los relacionados al consumo con tarjeta de crédito y tarjetas de préstamos propios del emisor, que en su mayoría son todos préstamos cortos de fideicomisos estructurados mayoritariamente sobre valores representativos de deuda.

Por otra parte, están los fideicomisos ordinarios donde predominan los relacionados al mercado inmobiliario y el sector agrícola pero está difundido en cualquier tipo de industria, nosotros tenemos casos de turismo, de industria minera, forestales, de specialities, etc. A su vez, lo que se usa mucho es el fideicomiso de garantía.

¿Por qué cree que los inversores del mercado local, estarían dispuestos a participar en fideicomisos destinados a PyMEs? ¿Cuáles son los inversores que potencialmente podrían invertir en PyMEs?

La respuesta hay que separarla. Si hablamos de fideicomisos con oferta pública en el mercado de capitales, el gran inversor sería la ANSES porque eliminaron a las AFJP y eso cambió el mercado; en general hay menos emisiones y menos montos en cada una de las de emisiones. El resto de los fideicomisos van a otro tipo de inversores menos sofisticados, son inversores menos institucionales que invierten en lo que conocen. Esto genera también otros problemas en los fideicomisos ordinarios ya que el gran driver de ¿por que invierte? es que invierte porque su motivación esta dada por un amigo o una amiga, un pariente que ya invirtió y le cuenta que esta satisfecho y contento, pero la realidad es que no tuvo la posibilidad de analizar el contrato, ni sabe muy bien lo que significa un fideicomiso, no vieron quien era el fiduciario que son los temas claves. No le dieron importancia a eso y no entienden que se trata de derechos personales; creen que ya son dueños porque firman en una escribanía y eso lo contiene lo hace sentir bien; o el comercializador es mas o menos un comercializador conocido y llegó por medio de esa confianza. La confianza es depositada en un amigo, un primo, su tía o quien sea, entonces ahí tenes ese problema.

Entonces, claramente pueden invertir tanto los inversores institucionales como los independientes, el tema es que los independientes en general no superan del 4% al 6% de los que invierten en el mercado de capitales.

¿Cuales son los factores críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso?

Un factor critico y clave es tener un buen Business Plan, quiere decir saber bien del negocio, de la conducción y de su organización y eso es management, es

decir capacidad de liderazgo y profesionales (que cobren buenos honorarios) y que te asesoran. Estimo que el 70% de las PyMEs no tiene el business plan hecho o y si lo tienen, no cuenta con el alcance, detalle y profundidad que debería. Un business plan supone muchísima investigación de mercado, de organización, de entender de cadenas de valor, todo eso son temas en los que las PyMEs debieran focalizarse mucho mas fuerte. Falta muchísimo y no es solo un tema de capacitación y financiación sino un tema de cambio de cultura que va pasando lentamente en la medida que las generaciones mas jóvenes entiendan que ser una PyME es una organización, mas grande mas chica, pero que necesita mucho de capacitación y del día a día.

El segundo factor de éxito es tener una buena estructuración, es decir primero debe entender muchísimo el negocio tema donde el fideicomiso no tiene nada que ver hasta ahora, y después tenes que definir lo que se va a estructurar, que necesidades tengo porque en función de los objetivos veré si la herramienta del fideicomiso me sirve o no. En caso de que te sirva, se necesitará de una muy buena estructuración que es un trabajo profesional que no alcanza con ser contador ni abogado, ya que no están especializados. Se necesita de profesionales que sepan teóricamente y que tengan experiencia práctica. Una vez que lo estructuras, se deben elegir correctamente los jugadores y especialmente el fiduciario.

El tercer tema importante es armar un contrato que contenga ese business plan y que arme toda esa estructuración, que este bien llevada, bien materializada a través de un contrato.

¿Cuales son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?

Menores requisitos de documentación, menos cantidad de trámites burocráticos y reglamentaciones que no sirven. En vez de enfocarse en el patrimonio neto, se enfoca en el diseño y evaluación de negocios. Ninguna de las empresas de venta de electrodomésticos que se financió con fideicomisos financieros hubiera llegado a calificar por una cuestión de análisis de modelo. Los bancos hacen un análisis cliente acorde a determinados parámetros del BCRA sin considerar aspectos importantes como el know how, que tenga la innovación en el mercado, el contacto y el valor del cliente, todos activos intangibles que no están medidos en un balance.

Considerando que el fideicomiso ha tenido mayor difusión en los últimos años ¿Cuánto hay de marketing y cuanto de realidad en la efectiva concreción y uso satisfactorio de un fideicomiso?

En el caso de fideicomisos inmobiliarios es un tema de marketing, es decir que la gente lo asocia con que hay una garantía adicional y solo con eso cree que hay fideicomiso.

El fideicomiso puede tener costos altos de estructuración. Esto es así porque el fiduciario que está haciendo de propietario de los bienes, puede en un extremo ir preso al tener que responder por el artículo 173 de código penal. Hay que entender que en un fideicomiso estas contratando un administrador fiduciario al que en realidad le estas transfiriendo la propiedad de algo y obviamente eso, tiene un costo alto.

Si quieres jugar en primera, debes tener buenos asesores, buenos estructuradores, un buen fiduciario y eso tenes que pagarlo. Quien debe justificar el objetivo es el tener y desarrollar un muy buen negocio.

¿El fideicomiso es una herramienta que efectivamente permite bajar los costos de financiamiento? ¿Los mismos podrían ser absorbidos por una PyME?

Por todo lo dicho anteriormente, obviamente. También depende de la PyME, depende del proyecto, hay mucho tema de estrategia y diseño en esto.

¿Cuáles son los costos para estructurar un fideicomiso como instrumento de financiamiento?

No hay una receta ni un costo definido, si hay puntos en los que tenes que prestar atención, vas a tener costos de estructuración que es la organización y armado del fideicomiso, vas a tener un costo durante la vigencia del fideicomiso, los honorarios del fiduciario, también vas a tener costos de auditorías, vas a tener costos de calificación de riesgo, tenes un costo en el área profesional, vas a tener que pagar el dictamen impositivo, vas a tener que pagar un especialista en temas impositivos, y en tema legal, entonces es como un paquete que forma el costo del fideicomiso.

¿Cómo juega el costo impositivo, por ejemplo en *Sion* nos perdemos de algunas exenciones que podrían dar los inversores operando a través de la bolsa por ejemplo el impuesto de los débitos y créditos, ganancias?

También hay diferentes alternativas, el fideicomiso con oferta pública tiene sus atractivos pero tiene más costos que un fideicomiso ordinario por lo que lleva implícito de hecho la aprobación de la CNV, la Sociedad de Bolsa, custodias, etc. Entonces, dependerá de los objetivos y la estrategia. Si tenes los inversores privados no tiene sentido hacerlo público. En la Bolsa podés tener algún beneficio impositivo pero mayores costos de estructuración.

Tiene muchos mas costos sacar un fideicomiso de oferta pública, incluso se quitaron beneficios impositivos (Dec. 1207) que consistían en una exención del impuesto a las ganancias las utilidades de los certificados de participación. Esto se venía venir y yo lo anticipé públicamente 6 meses antes de ocurriera en una conferencia organizada en el Sheraton y en un diario nacional en dic. de 2007. Luego vino la crisis de los fideicomisos de consumo. Que desnudó graves errores de estructuración, de roles, de responsabilidades, de controles, etc.

Tradicionalmente en esto había un tema de intereses al tener los certificados de participación porque las utilidades no pagaban ganancias. Lo que te estoy diciendo no existe más.

La SePyME no te califica un fideicomiso porque las autoridades en turno van cambiando y la explicación que te dan es que no es un tipo societario, al ser un fideicomiso no encaja porque no es un tipo societario.

¿Que medidas debería tomar el Estado para fomentar la financiación a PyMEs mediante la instrumentación de fideicomisos?

Como dije anteriormente, informar y educar a la SePyME y otros organismos que si bien los fideicomisos no son tipos societarios tradicionales, son organizaciones similares a una empresa que contratan profesionales y mano de obra, compran, venden, pagan impuestos, etc., con lo cual habría que apoyarlos, especialmente con promociones, beneficios impositivos, simplificaciones de trámites, etc.

Según su opinión, ¿quien seria la persona más idónea para asesorar a las PyMEs para acceder a un fideicomiso?



Contratar profesionales que sepan del instrumento y que lo hayan aplicado en la práctica, y para eso hay que estar dispuesto a pagar honorarios. En general, la PyME no está dispuesta a pagar honorarios pero ese es otro tema. La PyME viene, te hace entrevistas, charlas, te pregunta y después no quiere pagar honorarios y termina haciendo cualquier "barrabasada" que funciona bien mientras salen bien las cosas... Siempre digo que en los negocios la picardía argentina es hacerlo al menor costo, no pagarle a un estructurador ni a un profesional, no pagarle al asesor, al fiduciario y así es como inventan contratos y fiduciarios, que son amigos, abuelos, madres, escribanos, etc. Cada uno tiene su riesgo y hay que asumirlo, ser empresario es también asumir riesgos. No estar dispuesto a pagar profesionales, es parte de la cultura de algunas PyMEs.

11.1.12. Benitez, Daniel.

DB & Asociados
Consultoría en Gestión Finanzas y Tecnología
Perú 359, Piso 11, Of. 8/9
C1067AAG, Cdad. de Bs. As., Argentina
Tel. 6845-2495 / Cel. 4331-7190
daniel.benitez@dbasociados.com.ar
<http://www.dbasociados.com.ar/>

Dr. Daniel Edmundo Benítez, argentino, Contador Público (UBA), Máster en Administración de Negocios (USAL). Por más de 15 años se ha desempeñado como oficial de negocios en Bancas Corporativas y PyMEs de bancos internacionales de primer nivel (Banco Credit Lyonnais, Banco Real y ABN AMRO). En los últimos años ha trabajado en Gerencias Financieras de distintos Grupos Económicos Nacionales de la industria petroquímica y alimenticia. Docente adscrito de las materias mercado de capitales de la Universidad de Maimonides y UBA. Socio fundador de Acqua Financial Services, consultora encargada de gestionar financiamiento a empresas PyME en el mercado financiero y de capitales de Buenos Aires y Rosario. Director Ejecutivo de CAPyBEF (Cámara de Empresas PyME de Bolsa, Finanzas y Economía). Fundador de DB & Asociados.

Fecha: 22 de septiembre de 2010.

¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

Te voy a dar mis comentarios y después si quieres puedes hacer alguna pregunta. Las PyMEs en la Argentina son muy importantes. Según un estudio en la década del 70` Japón tenía empresas manufactureras en donde el 95% eran empresas PyMEs que tenían menos de 100 empleados. Estados Unidos se dice que el tejido productivo PyME industrial está en un 75%. Argentina es una fuente bastante complicada porque hay mucha informalidad de entre el 50 y 65% de la empleabilidad. La PyME siempre es necesaria para el tejido productivo, pero porque es la PyME en la génesis de las empresas.

¿Por qué cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

Una de las dificultades que tienen las PyMEs es la falta de profesionalización. Las PyMEs nacen de 2 formas, una es como una empresa familiar, cuyo único



foco de ocupación inicial es la supervivencia y después cuando esas empresas van creciendo se hace una cuestión compleja pasar de la dependencia de la familia a la profesionalización. De un directorio familiar a un management profesional hay un gran desafío para la empresa. En el 2008 el management de los bancos en pos de buscar su rentabilidad por el bonus, se distrae del objetivo del accionista que era la solvencia de los bancos y empieza a hacer operaciones de securitización de activos que no tenían grado de alteración ya que era un mismo activo. El management de las PyMEs debe seguir las funciones delegadas por el directorio y de ahí bajando a la tesorería hay un problema muy importante y es que a quien se contrata como Gerente Financiero o como Tesorero, suele ser gente de confianza, un hijo, un primo, un sobrino, etc. y generalmente esta gente no tiene la idoneidad necesaria como para llevar las finanzas que es algo medular para cualquier empresa en cualquier país del mundo y yo creo que ahí nace un atraso muy importante, porque si analizas la evolución de las grandes compañías hay una evolución comercial, la parte administrativa no lo sigue y menos la parte financiera, después hay un acople en la parte administrativa con la parte comercial pero ese acople no va a la parte financiera, entonces en la parte financiera termina siendo una función de tesorería que es administración de recursos y no de gestión de recursos financieros. En resumen, la génesis del problema de las PyMEs en el mundo y que en Argentina se ve muy claramente en aquellas empresas que nacen de un tejido familiar, que tienen el problema de que el Gerente Financiero es un agente de la familia y se torna complejo que esa persona tenga la idoneidad como para llevar a un estamento superior a esa compañía. Luego, cuando esas empresas familiares se tratan de acoplar con management profesional, nace el problema porque un problema administrativo es un problema comercial, es un problema financiero, es un problema impositivo, es un problema personal, es un problema "nuclear". Básicamente, las empresas que nacen de una empresa familiar o PyMEs se dedican mucho a la parte comercial, entonces la parte financiera queda desatendida, entonces lo que vas a tener que hacer es generarte protección administrativa para que tengas un buen sistema impositivo, para que tengas un buen sistema de administración de las cobranzas etc.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Que opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

En cuanto al fideicomiso considero que no es lo mejor para la PyME. El fideicomiso nace en el feudalismo con el trust en Inglaterra, cuando el señor feudal se iba a la guerra y le dejaba en trust al clérigo todos sus bienes para que en caso de que muera el los pueda administrar, es decir que nace de una idea de administración. Entonces tenemos fideicomiso en administración, fideicomiso de garantías, fideicomisos financieros, etc. Entonces, el fideicomiso financiero es útil solo para el mercado de consumo y solo para aquellas empresas que tiene una alta rotación de su cartera y que tienen la posibilidad de ceder sus créditos.

¿Cuáles son los costos para estructurar un fideicomiso como instrumento de financiamiento? ¿El fideicomiso es una herramienta que efectivamente permite bajar los costos de financiamiento? ¿Los mismos podrían ser absorbidos por una PyME?

Un fideicomiso lo que trata de sacar es un activo subyacente que tiene mas valor que el emisor por eso es la separación entonces en esa securitización puedes conseguir una mejor tasa de financiamiento, pero si le agregas costos de



abogado, costos del auditor, los costos del contador porque un fideicomiso es un ente totalmente separado, los costos del agente de bolsa para llevar a colocar el fideicomiso al mercado, los costos del administrador fiduciario, los costos de la gestión operativa de la cuenta recaudadora del banco de la recaudación, esos costos agregados son 7 puntos sobre la tasa de interés. Entonces, a una tasa de Badlar mas 5 puntos es una tasa del 14% o 15% y con los costos del fideicomiso te vas a un 22%, pero no estamos hablando de una tasa alta de 22% sino que estás hablando de un sistema de administración de recurso fideicomitido complicadísimo que es un contrato, si el contrato no lo puedes cumplir por algunas causas con que puedas pagar el mercado te va castigando.

El fideicomiso financiero se vuelve caro para las PyMEs. Si es con oferta pública será mucho más onerosa aun que si fuera una emisión privada ya que la primera opción tiene la tutela de un orden público, en cambio el privado tiene menor costo pero es más caro en término de riesgo.

Para mí el punto crítico más que el monto es el tiempo, porque si el fideicomiso si es de un año y es una empresa nueva va tener que pagar un costo muy alto y si a eso después no lo amortizas con subsecuentes emisiones dentro de un programa queda como un costo hundido. Entonces, para que sea económicamente viable, más que el monto, debería ser de una duración de largo plazo de 3 años o más para amortizar en tasa los costos agregados.

En su opinión, ¿Como se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs? ¿Qué puede seguir haciéndose por las PyMEs desde el mercado de capitales/bancos/Estado? ¿Qué exigencias se deberían flexibilizar para poder acceder al financiamiento? ¿Cuál debería ser el foco de análisis? ¿Qué se necesita para que haya más financiamiento PyME de largo plazo?

Considero que lo mejor para una PyME es un instrumento de deuda que tiene la particularidad de ser contabilizado en el balance con todos los efectos de solvencia para el inversor estructurado con un fideicomiso en garantía en donde tenga 2 componentes básicos una variable stock y una variable flujo, la variable flujo puede ser un flujo habitualmente eso parte de un flujo existente incrementable no un flujo futuro, un instrumento que tenga entre 18 y 20 meses en lo posible y que tenga además distintos tipos de garantías, por ejemplo el aval de los socios y una fianza de caución en donde le de una situación privilegiada a los inversores de la obligación del instrumento PyME sobre el quirógrafo, entonces esta estructura bien calificada a través de una calificadora local no multinacional en donde haga una gran disgregación de lo que es la forma de financiamiento y el management de la PyME, creo que si lo colocas en la bolsa del interior con un programa totalmente factible, ese es el futuro del financiamiento de la PyME para el crecimiento. La PyME nunca va a crecer por un banco, el precio más indicado para una PyME no está conseguido, la PyME tiene solo créditos a corto plazo tiene una sola tasa buena que es la tasa de financiación de exportación, el mercado es muy bueno para cheques avalados y cheque patrocinados lo que pasa es que acá nace una nueva distorsión que es la SGR que no cumplen efectivamente su rol por dos falencias básicas: 1- porque la gente que ocupa los puestos de una SGR son ex-empleados bancarios y no son del mercado de capitales, entonces si a vos viene una sociedad de garantías reciprocas y te pide un instrumento de una garantía en stock por ejemplo una hipoteca una prenda para darte una línea de 1, 2 o 3 años ¿cual es la diferencia entre esa fuente de financiamiento y un banco? francamente no la entiendo... Además, si para el corto plazo piden una línea hipotecaria para darte



cheques avalados al cortísimo plazo a 6 meses y vos estas dando inmovilización, creo que es uno de los financiamientos mas ridículos y es un planteo que sinceramente no entiendo como profesional que la deuda de SGR sea una de las deudas más grande del mercado, se puede esgrimir que es un absurdo de la línea crediticia. Entonces, la SGR pierde rivalidad porque no ocupa el lugar que tendría que ocupar. Hablando de bancos, los agentes los oficiales de crédito o los gerentes de sucursales, no tienen capacitación crediticia y están destinados a financiar el consumo porque es donde ganan plata los bancos, en la intermediación crediticia no ganan plata.

Cuando veo que entre los privados existe cierta inconsistencia por rentabilidad riesgos, ahí tiene que nacer la participación estatal. Básicamente tendría que haber un fondo de mercado de capitales para arbitrar instrumentos PyMEs, entonces ese fondo puede tener un fideicomiso en garantía detrás, entonces vos sabes que cada emisión que tengas habrá que tener un rango de calificación mínima para que ese fondo soberano participe en la financiación. Digo que este fondo sea capitalizado por fondos de ANSES por ejemplo y que el destino de los fondos tiene que ser estructuración de pasivos o financiamiento de inversión.

Otra cosa que sugiero es que las universidades califiquen a los fondos PyMEs porque las Universidades capacitación a los alumnos. De esta forma, la Universidad adopta prestigio, adopta relevancia. Lo ideal sería que la Universidad de Buenos Aires califique a una empresa de Buenos Aires, que la Universidad de Córdoba califique una empresa de Córdoba, etc. De esta forma, empezas a hacer política del Estado para financiamiento de PyME pero con instrumentos genuinos. Actualmente, no hay nada hecho hay para PyME, hay una gran ignorancia de los agentes, hay un gran deseo de los inversores de que las PyMEs vayan para aumentar la realidad de sus fondos, hay un gran deseo de todas la PyMEs de que eso suceda, hay un gran "no" de los bancos para que esto avance porque hoy tienen un sistema fácilmente administrado, porque no existe el mercado de capitales y los actores que pueden darle vida a esto solamente no tienen participación porque el Estado es sordo y no son oídos.

El Estado es el regulador pero más me interesa un Estado generador, tiene que haber un Estado generador. Los grandes países del mundo nacen por Estados generadores.

Deberían estar los denominados capital adventure, pensando en proyectos estratégicos del país en pos de tener dentro de 10 años obtener productos que hoy no tenemos.

Es importante saber cómo lo ve el mercado porque la pregunta es ¿como lo ve el mercado? Hay que saber lo que el mercado quiere comprar para ver luego como conviene instrumentarlo, una obligación negociable, un pagare, etc. Recomiendo que además del Gerente Financiero se instrumente la figura del Gerente de Relationship, que entienda la relación con los inversores.

¿Qué vale más, lo intangible o lo tangible? déjame explicarte, el 38% en la Argentina de la gente es de descendientes italianos, el italiano por naturaleza procurá la tangibilidad, nosotros nos criamos siempre pensando primero es la casa porque es la tangibilidad, entonces el problema de la Argentina en la cultura es en la tangibilidad y la idea no es tangible es la generación de tangibilidad pero primero viene la idea y después es tangible pero cuando esa situación no se compagina en el proceso tenes un problema entonces cuando venís con esas ideas ante un proceso de desarrollo de calidad, educación, de primero vestirse después mostrarte es el primer mes o los primeros meses es intangibilidad. Ahora, para que yo sea apetecible crediticiamente, tengo que mirar el balance, pero el balance es la mensura de la calidad peor demostrable en todo el mundo.



Si miramos el balance de Microsoft, de Apple y muchos otros, se pueden ver algunos activos importantes pero lo importante es que en Apple trabaja Steve Jobs y en Microsoft trabajaba Bill Gates. Estos aspectos importantes no figuran en el balance, está en el organigrama, en las actas de directorio, es decir que los bancos no te miran eso, los bancos no te piden el organigrama, te piden el balance... el inversor te pide los balances... Yo parto del principio de que el balance no interesa, lo que me interesa es todo el proceso. Hay mucho para revisar y hay mucho de intangible en la primera instancia y la gente no le importa lo intangible no se si es por una cuestión de arraigo italiano o son muy italianos donde nos inculcaron nuestros padres "primero comprate la casa", es la tangibilidad y después yo creo que hay un proceso de que no consideramos importante porque quien nos mira, mira otra cosa.

11.1.13. Lombardo, Diego / Medigovich, Sergio.

Banco Comafi
Bernardo de Irigoyen 1578
(C1138ABJ) C.A. Buenos Aires, Argentina.
Tel. 4300-0334/2091/5070
Fax. 4300-5070
diego.lombardo@comafi.com.ar
Sergio.medigovich@comafi.com.ar
www.comafi.com.ar

Lombardo Diego se desempeña en el Banco Comafi en la posición de Gerente de la Sucursal Constitución y Medigovich Sergio se desempeña en el mismo Banco como Oficial de Empresas Banca PyME.

Fecha: 23 de septiembre de 2010.

¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

A mi opinión son las que mueven la economía, son el motor traducido del país sin duda.

¿Como enfrentan hoy las PyMEs el problema del financiamiento, cuales son las líneas que mas se están usando?

Lo enfrentan con mucha garra por que hay un mercado dentro de las PyMEs, un mercado marginal, especialmente cuando presentan los estados contables. Generalmente, arman tres tipos de balances: 1-El balance impositivo; 2- El balance de gestión; 3- El balance para bancos. Hoy en la gran mayoría de los casos nos encontramos frente a empresas PyMEs donde básicamente la mayor parte de los casos son balances impositivos, en donde verdaderamente te reflejan una venta tal vez importante pero, a su vez, esa venta se ve reprimida por toda la absorción de costos y demás elementos que te permiten llegar a un resultado mínimo para pagar finalmente la menor cantidad de tasas e impuestos sobre esa ganancia. Entonces por esos conceptos que te estamos diciendo hoy las PyMEs lo hacen con mucha garra al no poder acceder a financiación bancaria como deberían y como podrían hay que recurrir a otros sistemas de financiación o a otras herramientas de financiación que bueno son completamente distintas desde el punto de vista legal, si lo quieres porque te cobran tasas excesivas por darte lo mismo o menos que te darían en un banco,



pero avanzando sobre la pregunta, esta es una dificultad que enfrentan hoy en día las PyMEs la informalidad, en un 99% de los casos.

En cuanto a los requisitos que piden los bancos normalmente para calificar a un préstamo ¿hay otro tipo de dificultades que presentan las PyMEs?

No básicamente el tema fundamental como te contábamos recién es el tema de la solvencia que vos podés demostrar a través de un estado contable, o a través de un patrimonio personal de un socio. Ósea eso está muy reprimido está muy minimizado, y realmente el banco sin esas herramientas, o con algunas herramientas, o con algún indicio es muy difícil trabajar.

¿Que fuente de financiamiento están utilizando hoy las PyMEs principalmente?

Las PyMEs que pueden acceder, acceden a los bancos. Las PyMEs que no pueden acceder, acceden a financieras o cooperativas que básicamente prestan el mismo servicio, o bueno cobrando otro tipo de tasas, que no se comparan con los bancos.

El otro tipo de financiamiento al cual pueden recurrir las empresas es un financiamiento muy interesante, es el financiamiento que te da el gobierno a través de la SePyME, donde yo en el Consejo de Profesionales de Ciencias de Económicas hice una capacitación y es realmente bastante interesante, desde el punto de vista tasa por ejemplo, es bastante interesante desde el punto de vista desarrollo del negocio o ayuda hay distintos planes que te permiten distintas actividades desde el financiamiento de una maquinaria, subvencionarte una parte de una certificación de nueva ISO por ejemplo o acceder a lo que es el tema de capacitación a través del crédito fiscal hay 2 herramientas nuevas ahora que se incorporaron hace poco tiempo que son las empresas madrinadas que básicamente es una empresa grande que apadrina a una chiquitita que la forma digamos esto es muy a groso modo, para desarrollar. Pero bueno, también debes contar que por ejemplo para ingresar a lo que es el programa de asistencia técnica para financiar hasta el 80% de una maquinaria tenés que presentar una pila de papeles mas grande de la que presentas en un banco y verdaderamente en algunas cosas, como hablábamos de la economía informal de las PyMEs justamente no todas pueden acceder por este tema entonces a la gran parte la excluye de eso pero la línea que tiene la SePyME esta muy buena.

¿La SePyME opera en forma directa o a través de los bancos?

Opera aportando fondos o créditos fiscales. También opera una parte directa y otra parte que es por licitación. La parte directa la hace a través del Banco Nación que es su contralor, ejemplo cuando vas a la SePyME y presentas un proyecto todos estos por lo menos, todo lo que es financiamiento por asistencia técnica es por concurso esto que quiere decir, se presenta X cantidad de proyectos entonces el proyecto que digamos colma mas las expectativas del evaluador lo ponderan con un distinto puntaje y el que alcanza el mas alto puntaje es el que obtiene el beneficio de la asistencia, obviamente ese beneficio esta apalancado con mas allá de todo lo que demuestre la empresa de solvencia y demás por un aval que te da una SGR generalmente garantizada y posteriormente con esas 2 aprobaciones la de SePyME y el aval de garantizar el Banco Nación es quien te otorga el crédito algo es bastante difícil de complementar mas allá de la documentación que tienes que presentar que es bastante mas extensa de la que tenés que presentar en un banco, bastante, bastante mas extensa.



¿Cual debería de ser el foco de análisis de una PyME? ¿Que se puede seguir haciendo por la PyMEs desde el banco? ¿Que se necesita para que haya mas financiamiento de largo plazo?

Que los bancos se animen, en relación a lo que es financiamiento a largo plazo para eso es muy importante el tema de lo que son los depósitos. Hoy tenes que tener apalancado el dinero que vos prestas para largo plazo con digamos depósitos de largo plazo si todos los depósitos que vos tenes captados dentro de una organización banco X no lo de los Bancos de la Nación y Provincia en donde los accionistas somos nosotros y son decisiones políticas las que se toman para prestar dinero 5, 10, 20 o 50 años. En un banco privado donde el tema del apalancamiento en los depósitos es crucial para saber cual va ser la forma en vos vas a poder prestar correcto cuanto mas depósitos tengas a largo plazo mas te vas a poder estirar justamente en todo lo que sea el tema de prestamos a largo plazo, cuanto menor sea el plazo promedio del deposito menor va ser justamente la capacidad de prestar a largo plazo que tiene el banco. No te conviene nunca prestar a largo plazo, cuando la de tus recursos hoy es a corto plazo.

Hoy hay liquidez y los bancos están líquidos pero entiendo que también hay muchos depósitos a la vista o a plazo fijo de 30, 60, 90 días. ¿Por qué algunos bancos prestan a largo plazo y otros no?

Generalmente las entidades que toman la decisión de colocar a largo plazo son entidades como te dije Nacionales por el Estado básicamente o el gobierno, o bancos extranjeros en donde el fondeo proviene de otro lado, porque con fondeo local no se puede, todavía esta muy resentido el sistema financiero en términos de colocar dinero a largo plazo.

¿Que lugar ocupan las PyMEs en el total de financiamiento bancario? ¿Desde el mismo banco COMAFI, hay alguna política especial para PyMEs?

Respecto del banco, tenemos una línea, tenemos varias líneas, tenemos atribuciones para las pequeñas PyMEs que recién empiezan, estamos hablando de una facturación de 5 millones de pesos lo otro seria un micro pequeño emprendimiento, el micro emprendimiento en la mayoría de los bancos es tratado como un individuo independientemente. Termina siendo igual que prestamos personales al empresario, básicamente por la tasa que le das porque la diferencia justamente la notas en la tasa, la tasa personal a un individuo esta entre un 25 y 29% y a una micro 20% en una PyME podes estar en una rango de 13 a 17% hablando en un año, pero las tasas es mucha diferencia.

¿Que consejo le darían a un PyME para poder mejorar su condición crediticia?

Es un tema bastante complejo, fundamentalmente que se profesionalice porque la mayor parte de las PyMEs que me toca asistir lo que veo es que no hay una especialización no hay un grado de profesionalidad en el momento de conducir. El tema de la planificación no existe y yo creo que tanto como en una grande empresa como en una pequeña empresa se puede planificar de distintas maneras, pero sin la planificación no puedes subsistir y para planificar lo tienes que hacer de manera profesional por eso te decía que me parece que falta un poco de capacitación.

¿Que opinión tienen del fideicomiso como recurso para resolver los problemas de financiamiento de las PyMEs, les parece que puede ser una herramienta viable?



Hoy el fideicomiso en la cabeza de la gente es difícil, para implementarlo eso es la dificultad me parece. Hay un tema de cultura financiera que ni si quiera la PyME lo tiene como alternativa.

¿Desde el banco se esta haciendo algo hoy con fideicomisos?

Lo que pasa es que un poco siguiendo la línea de lo que te decía para romper el paradigma del fideicomiso financiero para la construcción de edificios por ejemplo de vivienda y digamos enfocarte en un fideicomiso para PyMEs era lo que hablábamos al principio quien lo hace, quien lo controla, hacia quien va dirigido, cual es la actividad específica hay varias cosas que se deberían pulir, se debería definir, desde mi punto de vista para digamos desarrollar un producto que genere valor en personas que están acostumbrados hacer un tipo de inversión completamente distinta a lo que es un fideicomiso, y mas en un fideicomiso de PyMEs donde vos no tenes ningún tipo de control sobre los fondos de a quien se lo prestan porque y si verdaderamente, hay varias cosas que se debería de observar en el proceso, un fideicomiso financiero que digamos lo estructuras de manera tal que dar a algún tipo de respaldo por los actores que intervienen y bueno puedes dar algo de tranquilidad porque sabes que se va a poner en ladrillos y hoy vos sabes que la mayor parte de la gente invierte en ladrillos, independientemente de que vos organices un fideicomiso financiero y quizás tenes una tasa de retorno de acuerdo a la inversión que hiciste mayor a la que te daría si vos pones en un fideicomiso donde las tasas son mucho mas altas pero bueno hay un tema de seguridad jurídica, de lenguaje, hay términos muy específicos de lo que es un fideicomiso, pero sobre todo que la mayor barrera de ingresos que pueda llegar a tener es el tema de la seguridad del control. Una cosa es que lo administre un banco y otra cosa es que lo administre un desconocido. Pero si lo administra un banco un fideicomiso para PyMEs me parece algo muy interesante desde mi punto de vista, no es un proyecto para que invierta "Doña Rosa" porque son cosas distintas, no es que vas a poner dinero y a los 30 días te devuelven el dinero, con el n% de interés, la inversión es un poco mas sofisticada mas rentable, pero no esta dirigida a población masiva, esta dirigida a una población que tiene un determinado conocimiento financiero, determinado conocimiento del negocio y que sabe cuales son los riesgos que puede asumir.

¿Hoy el banco esta actuando como Fiduciario, administrador de fideicomisos? Es decir, ¿Tiene al fideicomiso como alternativa de financiamiento para dar un crédito a la PyME?

Vos decís, ¿constituir un fideicomiso? No.

Te digo sinceramente, nosotros somos un banco donde nuestro core business son los fideicomisos, administramos todo lo que son fideicomisos, te diría el 90% de la cartera de las quiebras de los principales Bancos que hubo en la Argentina y de mas tenemos experiencia como para hacerlo, pero hoy por hoy entiendo que no nos han venido con un proyecto de implementar esta herramienta para una PyME, y no quiero pecar de ser prejuicioso, tiene que ser una PyME que tenga algunas condiciones que sean verdaderamente atractivas te digo porque con una PyME de 5 millones de pesos no creo que nos hagan caso. Me parece que esto es como todo la política tendría que venir me refiero a la herramienta por efecto del créenme no se del privado quien salga dar el punta pie inicial sino tendría que ser el estado quien de el punta pie inicial e incentive ese tipo de herramientas para justamente también minimizar los riesgos. Hay un tema de estructura desde cierto volumen mínimo que se debería de alcanzar como para que se justifique para utilizar una herramienta así o que el proyecto sea potencialmente bueno y le permita pegar un salto importante o un salto

cuantitativo que justifique la estructura de un fideicomiso digamos, para que una empresa gane un millón cuanto te puede dejar a vos como fiduciario no se así hagámoslo como el efecto multiplicador de dinero, armar la estructuración del fideicomiso, que la CNV te lo apruebe, la responsabilidad legal que tenes sobre eso me parece que no es solo largar la herramienta sino como te dije antes habría que segmentarlo según la actividad que se quiere desarrollar por eso te digo que me parece que debería de ser una política del Estado y a partir de eso si construir la herramienta adecuada para avanzar sobre eso. Creo que pasa por el administrador que se llama fiduciario, quien asume responsabilidades y convengamos que las PyMEs en ese sentido presentan mayor incertidumbre, son más inestables que una empresa consolidada. En otro países existe esto no se si con la figura de un fideicomiso básicamente pero existe este tipo de apoyo.

¿Se podría aplicar el fideicomiso a todas las PyMEs o solo a un segmento, un rubro de actividad?

Yo creo que necesitas especialización porque creo que esto es como ir de a poco, primero empezas con el prestamos personal, después empezas con el prestamos prendario, y después continuas con el prestamos hipotecario no te lo digo por la garantía te lo digo básicamente por el segmento tenemos que poner foco en algo en alguna industria para que desarrolle esa industria y a partir del desarrollo de esa industria extra polar ese modelo y pasarlo hacia otra me parece que tirar con una “escopeta de perdigones” esta bueno pero creo que seria mas efectivo si vos direccionas hacia un rumbo vos direccionas toda tu energía en ese rubro y no te dispersas como una “escopeta de perdigones”.

En cuanto a los tipos de fideicomiso que están hoy estructurando los bancos ¿sabes cuales son los que más se están usando?

Los Fideicomisos Financieros.

¿Podemos detectar un factor crítico que pueda determinar el éxito o fracaso de un fideicomiso?

Si hablamos de las PyMEs creo que es una reseña de lo que hablamos hasta recién pero el éxito o el fracaso te lo va a dar la seriedad que tenga el emprendimiento que estas haciendo para desarrollar la herramienta, si sale XX a financiar a Sergio esta complicado me parece que no va a tener impacto al contrario va tener un impacto negativo o por ahí con suerte no va ser percibido.

¿Hay algún beneficio o ventaja que podríamos lograr al estructurar un fideicomiso para una PyME, a comparación de las formas que ya tradicionalmente opera el banco?

La ventaja del inversor seria tener una diversificación mas dentro de su portafolio de negocios porque como te dije antes creo que el tema de fideicomisos no es una inversión para que la haga “Doña Rosa”, es una inversión donde requiere una cierta gimnasia, un cierto conocimiento por ahí la hace “Doña Rosa”, pero la hace porque se la hace alguien que conoce del tema, si no por ahí no esta bien dirigido porque su umbral o su expectativa es A y termina siendo B entonces es un poco como la bolsa, uno pone dinero en la bolsa y dice me sobran 5 mil y a ver que pasa y me parece que un fideicomiso no se debería de manejar de esa manera, ni se debería dirigir como alternativa de inversión por ejemplo de esa forma sino que tendría que ser algo segmentado, algo destinado alguna industria puntual en donde haya un marco económico o macro donde vos veas que concretamente ese sector hay un impulso desde el gobierno para que crezca ejemplo, parque tecnológico en Pompeya, vos ves que dentro de lo que son las PyMEs hay una iniciativa en el gobierno de la Ciudad en desarrollar un polo



tecnológico para empresas que se dedican a la tecnología, ese es un indicio ahí estaría bueno por ejemplo ir por mas quiero decir hagamos que estas empresas puedan incorporar mas tecnología o se tecnifiquen aun mas para lograr algunas otras cosas, y en donde las van a plasmar primero en el ámbito de acción para que los vean quien esta ahí. En el caso de un proveedor de servicios de internet que lo proyecte en una hora, en x cantidad de tiempo en la zona para que vea la diferencia la gente que convive ahí de lo que es estar con el servicio y no estar con el servicio todo eso acompañado de por un soporte que te puede dar el Gobierno.

Todo depende de básicamente a que se dedica la empresa y que negocio va hacer puede ser una empresa que facture 3 millones de pesos, 2m., pero la inversión que necesita para hacer tal o cual servicio o producto le va a provocar un salto cuántico demostrable dentro de su estructura que puede ser apetecible para una estructura del fideicomiso.

En términos de análisis crediticio ¿Cual debería ser foco de análisis de PyME?

El balance, estado de resultados, las ventas, resultado del ejercicio, ventas poco cobrables, deudas bancarias, lo que se mira un contexto, una foto de un momento determinado no se miran números solamente, se mira otra cosas, independientemente de los números se analiza el rubro, quienes son clientes, quienes son sus proveedores, como esta integrada, como esta en relación a su competencia, como esta en relación a sus estatutos, ósea no es que solo se analiza el numero frio porque si no haces un programita en la computadora que te indique rápido básicamente y si tiene un endeudamiento mayor a 1.5 vos sabes que esta mal si vos sabes que tiene un endeudamiento en proveedores que supero, bueno vos sos contador y sabes igual o mas que yo sobre esto, una PyME puede estar endeudada pero hay que saber porque esta endeudada, si el endeudamiento es genuino si el endeudamiento es bancario, porque no le alcanza el dinero para financiar entonces tiene que recurrir al banco una PyME que esta con un crecimiento del 50% pero proveedores pero ese 50% lo trasladas a lo que es bienes de cambio concretamente es un endeudamiento mas que genuino por mas que te de un índice mayor a lo que nosotros tomamos como estándares por eso te digo un índice o un balance es parte de la foto que nosotros miramos para hacer un análisis crediticio no es determinante un punto del balance para poder decir vamos o no vamos por ahí es determinante la cantidad pero desde mi punto de vista el análisis que se debiera hacer en el caso que se constituya un fideicomiso, un fideicomiso para ayuda a las PyMEs debería de ser contrariamente al que se hace a los bancos debería de ser uno similar que se hace cuando a vos te dan un leasing y el leasing lo estas sacando para incorporar una maquina, que va a mejorar que va a incrementar tu producción en un tanto % y ese % se va transformar en X cantidad de dinero, y ese dinero vos la vas a reinvertir o vas hacer lo que sea ese es el enfoque que para mi en cuanto a los fideicomisos se le debería de dar.

¿Que medidas debería de tomar el estado para fomentar la financiación a PyMEs?

Básicamente gestión es lo que debería de estar haciendo el Estado una verdadera gestión para que la gente común lo conozca. Desde mi experiencia que vos vas a llevar un proyecto a SePyME que no sea tan complejo acceder a ese proceso, esta bien la SePyME tiene mora nula. Somos todos accionistas de ciudad, nación y provincia esta bien, entiendo que con cierto criterio y manejando



algo de riesgo se podría llegar hacer eso pero habría que bajar un poco el tema de las condiciones asumiendo los riesgos que asume cualquier empresario que tiene un banco, vos sabes que si tenes un banco tenes una cartera tenes X % de cartera que va a estar en mora y es normal, y si no esta normal es porque tenes una mala administración, el Estado es una gran empresa por lo menos yo tengo la concepción que se debería de manejar así hay otras teorías de administración que sugieren otra cosa para mi se debería de manejar así.

11.1.14. Cosentino, Héctor.

Cosentino & Asociados
Asesores de Negocios
Tucumán 810 Piso 13 Of 49
5411-43931166 43931826
hcosenino@cosentino-asociados.com.ar
www.cosentino-asociados.com.ar

El doctor Héctor Cosentino se formó y desarrolló laboralmente en empresas como Philips Argentina S.A, Farmasa Farmacéutica Argentina y Nippon Suisan Kaisha, y empresas argentinas como Viñas de Orfila, Ferrasud SACIF y Electrair SA. Desempeñándose en posiciones de: Analista de Costos Industriales, Analista de Balance, Jefe de Auditoria, Gerente de Administración y Finanzas y Gerente General. Posteriormente, como asesor de empresas, fue el estructurador de la primer Obligación Negociable PyME, colocada en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, operación colocada a tasa record histórico. En los estudios realizados, obtuvo los títulos de Contador Público (UBA), Postgrado en Estrategias de Negocios (IEEC-UCLP), MBA en Dirección de Empresas (USAL-Deusto de España) y MBA en MKT Estratégico (USAL-SUNY de USA). Paralelamente ha realizado más de cincuenta cursos de actualización. Es conferencista en el CPCECABA, Cámaras Empresariales, Escuelas de Negocios y la 12º Reunión Anual Red PyMEs del MERCOSUR (San Pablo Brasil 2007) .Como profesor dicta clases en la USAL, materia mercado de capitales y ha sido profesor invitado en: MBA en Finanzas USAL- State University of New York USA, Postgrado IEEC-Universidad Católica Finanzas Merc. de Capitales, Postgrado U.P. Mercado de Capitales y Postgrado Finanzas State University of New York USA

Fecha: 24 de septiembre de 2010.

¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

La participación de las PyMEs en el PBI es del 50%. Están totalmente atomizadas ya que las grandes empresas son aproximadamente 30. También son importantes por los nuevos puestos de trabajo genuinos que generan.

Considerando la dimensión y la globalidad del problema ¿Cómo enfrentan hoy las PyMEs el problema del financiamiento? ¿Qué fuentes de financiamiento utiliza? ¿A que plazos se están financiando? ¿Cuál es la tasa promedio?

El 65% del financiamiento de las PyMEs proviene de sus propios socios, el 20% viene de bancos, el 10% se financia con proveedores, es decir retrasando el pago, también anticipando pago de clientes y un 5% del mercado de capitales. Actualmente los bancos emitieron algunos créditos a 5 años pero son de montos



muy escasos y lo cierto es que muy pocas PyMEs logran obtenerlo. Además, el 80% del financiamiento que tienen es de cortísimo plazo que es mediante cambio de cheques y también un 10% de lo que obtiene que sea a mediano plazo y no más de allá 24 meses. La tasa promedio en pesos es de aproximadamente 20% de tasa nominal anual en pesos.

En relación a los requisitos que se piden en el sistema bancario para la aprobación de un crédito, ¿Que posibilidades tiene una PyME Argentina de acceder al financiamiento bancario?

Las PyMEs básicamente tienen 2 problemas, falta de financiamiento y falta de profesionalismo. Ese segundo punto es el que afecta a veces para completar la información que piden los bancos. Otro tema que dificulta el acceso al crédito son los avales y garantías que tiene que otorgar donde muchas veces las PyMES no cuenta con ellos y se terminan retirando del banco. Entonces las posibilidades realmente de acceder al financiamiento bancario en cuanto a información que las PyMEs rinden por sí mismas es escasa porque les falta información y les falta garantías son los 2 temas que les imposibilita en su gran mayoría llegar al financiamiento bancario.

En caso de no tener posibilidades, ¿Por que cree que a las PyMEs se les dificulta el acceso al financiamiento?

Generalmente no se muestran bien profesionalmente y no tienen avales. A su vez, los propietarios de PyMEs chicas suelen tener una propiedad pero deciden no aportarla, entonces el banco o el mercado de capitales les cierran las puertas porque sostienen que si el empresario no confía en su propio negocio, no puede pedirle al banco que lo haga.

En relación a los requisitos que se piden en el mercado de capitales para ingresar y acceder al financiamiento, ¿Que posibilidades tiene una PyME Argentina de ingresar y de acceder a un financiamiento?

Es exactamente igual porque los requisitos del mercado de capitales son muy similares o idénticos casi te diría a lo que es el sistema bancario, así que esta siempre parado frente al mismo tema. El principio de solución, vendría dado por las Sociedades de Garantías Recíprocas, pero aquí también las PyMES deberán integrar un aval, para obtener el de dichas empresas... De lograrlo, conseguirán tasas mas bajas, tanto en el mercado de capitales como en el del dinero.

¿Como cree que se podría mejorar la relación de riesgo en términos de financiamiento y establecer una relación ganar-ganar entre el deudor y el acreedor?

En este punto yo hice un trabajo donde digo que el Estado Nacional mediante reservas del Banco Central podría disponer algo así como 500 millones de pesos para financiar PyMEs en primera instancia y hacerlas crecer ya que el acreedor que va a buscar puede ser un banco directamente o puede ser un inversor privado en el mercado de capitales, lo cierto es que el inversor es adverso al riesgo por naturaleza como ya lo dijeron Modigliani-Miller en su teorema entonces al ser adverso al riesgo si la PyME no le asegura un bajo riesgo o tiene un aval de una SGR no ingresa el inversor, la forma de solventar eso sería que el Estado mediante la SePyME buscara financiar PyMEs para hacerlas crecer en un plazo de 4 o 5 años.

En su opinión, ¿Como se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs? ¿Qué puede seguir haciéndose por las PyMEs desde el mercado de



capitales/bancos/Estado? ¿Qué exigencias se deberían flexibilizar para poder acceder al financiamiento? ¿Cuál debería ser el foco de análisis? ¿Qué se necesita para que haya más financiamiento PyME de largo plazo?

Como dije anteriormente, el Estado podría mediante reservas del Banco Central, si las direccionara a préstamos para PyMEs una masa de 500 millones de pesos, a razón de \$300 mil por PyME, estaría asistiendo 1666 empresas, eso sería interesante y ahí tendría el control de Bolsa de Comercio y de CNV para que se apliquen a empresas viables.

En base a su experiencia ¿Qué consejos le daría a una PyME para mejorar sus condiciones crediticias?

Yo diría primero profesionalizarse, las empresas PyMEs tienden mucho a generar contabilidad negra y eso te lo dicen cuando vos ingresas como asesor y te dicen directamente que por ejemplo, facturaron 8 millones de pesos pero 5 millones los tiene en negro y eso no sirve para el posterior intento de obtener financiamiento... Además, ordenar su contabilidad, presentar la empresa correctamente y profesionalmente, contar con la historia de la empresa, los éxitos logrados, las participaciones en el mercado, presentarla desde el punto de vista formal, legal financiero, del marketing, mostrar y armar un proyecto básicamente que sea atractivo para los inversores.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Que opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

Como herramienta de financiamiento en los mercados de capitales el fideicomiso es más caro, es más oneroso para la empresa que lo toma que una obligación negociable por ejemplo, porque en este caso ya intervienen un estudio de abogados, no cualquiera, son muy selectos los que pueden hacer buenos contratos de fideicomiso. Una ventaja que tienen a favor el fideicomiso es que es calificado por sí mismo, con cuit propio, con una denominación legal separado de la empresa, entonces una empresa que no este en un buen momento económico financiero si tiene un proyecto que se paga, lo mete dentro de un fideicomiso y al que se va a calificar es al fideicomiso, por lo tanto puede lograr tener un financiamiento que puede después mejorar la empresa, esa es la alternativa favorable es decir se separa en 2 figuras legales totalmente distintas la PyME y el fideicomiso, y el que se califica es el fideicomiso En cuanto a sus costos es más alto el fideicomiso que el de una obligación negociable por ejemplo.

En relación al financiamiento a PyMEs basado en la utilización del fideicomiso:

¿Considera que se les podría facilitar el acceso al financiamiento? ¿Por qué?

Como empresa individual, es más difícil porque convengamos que la PyME debe ser de un determinado tamaño, a efecto de amortizar los costos del fideicomiso, pero si puede facilitar el acceso como cadena de valor de empresa ya que dentro del fideicomiso PyME se pueden incorporar 20, 30, 40 o más empresas PyMEs. El ejemplo clásico es el agropecuario donde esta el que ingresa la tierra, el que ingresa la semilla, el que hace laboreo, los fertilizantes, el que vende el producto terminado, entonces ahí si pequeñas empresas como cadena de valor 20, 30, 40, 50 pueden integrar un solo fideicomiso PyME y eso si les facilita mucho el acceso al financiamiento como cadena de valor. Como empresa individual para la PyME es más complicado porque hay que pensar en PyME que facture no menos de 10, 15 millones de pesos como mínimo. Vos tienes que considerar un



fideicomiso en pesos para que sea viable en cuanto a costos y demás que tendría que estar en el orden de los 4 millones de pesos aproximadamente como mínimo no.

¿Cree que se podría potenciar y maximizar el financiamiento a PyMEs con el fideicomiso? ¿Por que?

Al ser cadena de valor ahí puede funcionar. Como individual es mas complicado, justamente por el tema de costos de estructuración de una herramienta financiera de éste tipo.

¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o solo a un sector? ¿Cuales serian las razones?

El fideicomiso en realidad sirve para cualquier sector, no tiene que restringirse a uno solo ni mucho menos así que puede ser aplicado a todas las PyMEs con las salvedades que pusimos en los puntos anteriores.

¿De acuerdo a los diferentes tipos de fideicomisos, cuales son los más utilizados en la actualidad por las PyMEs considerando su rubro de actividad? ¿Por qué?

El fideicomiso de mayor éxito es el fideicomiso inmobiliario, el de construcción pero ahí no entran las PyMEs. En Puerto Madero se hizo todo con fideicomisos, todo el edificio de la Universidad Católica se hizo en Puerto Madero con un fideicomiso en el cual como elementos de activos subyacentes estaban las futuras cuotas que iban a pagar los alumnos y con eso hicieron el edificio de la Católica de Puerto Madero, son fideicomisos privados. Respecto del mercado de capitales, el más utilizado sería el fideicomiso financiero.

¿Por qué cree que los inversores del mercado local, estarían dispuestos a participar en fideicomisos destinados a PyMEs? ¿Cuáles son los inversores que potencialmente podrían invertir en PyMEs?

Si un fideicomiso que esta avalado por la SGR y con un buen agente de bolsa, entonces el inversor sigue al agente de bolsa, cuando el agente de bolsa le dice esto es un activo bueno y que te conviene, el inversor lo sigue y termina invirtiendo. Pasa principalmente por el aval que pueda tener la calificación, quien es el que se lo maneja y el fiduciario.

Cuando es de oferta pública va a importar quien es el agente de bolsa que lo esta vendiendo y si esta avalado el fideicomiso de alguna manera, el fiduciario, el que administra el fideicomiso estos son los valores que hacen que un fideicomiso sea atractivo para los inversores en definitiva todos los socios siempre buscan un riesgo bajo y en base a eso piden su tasa.

¿Cuales son los factores críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso?

En primer lugar, tiene que tener un proyecto muy viable, algo concreto y que se demuestre numéricamente que tiene capacidad de repago el fideicomiso. En segundo lugar, es que el fideicomiso este avalado, quien es el fiduciante, quien es el agente de bolsa que lo coloca. Estas pautas determinan si el fideicomiso es serio o no.

¿Cuales son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?

Primero se hace un fideicomiso con oferta pública es abrir un nuevo canal de financiamiento dentro del mercado de capitales, el 77% de los empresarios argentinos no saben que se pueden financiar en el mercado de capitales,

piensan que es un tema de lo que normalmente se habla de la bolsa y la acción de empresas de primera línea que suben o bajan y no saben que tienen acceso al financiamiento, eso es el beneficio que encontrarían, es abrir un canal nuevo de financiamiento. Cuando una empresa logra financiarse en el mercado de capitales, el mercado del dinero lo contacta inmediatamente y le bajan la tasa que le estaban cobrando.

Considerando que el fideicomiso ha tenido mayor difusión en los últimos años ¿Cuánto hay de marketing y cuanto de realidad en la efectiva concreción y uso satisfactorio de un fideicomiso?

En realidad las PyMEs han utilizado muy poco los fideicomisos, esa es la realidad es mas un efecto marketinero que otra cosa.

¿Cuáles son los costos para estructurar un fideicomiso como instrumento de financiamiento? ¿El fideicomiso es una herramienta que efectivamente permite bajar los costos de financiamiento? ¿Los mismos podrían ser absorbidos por una PyME?

En realidad yo no creo que el fideicomiso baje los costos porque es una herramienta cara, por lo que yo te decía, interviene un asesor financiero y el estudio de abogados, el agente fiduciario, que cuando vas por una obligación negociable no tienes los honorarios de los abogados ni del fiduciario... En cuanto a que si pueden ser absorbidos por una PyME, tendremos que hablar de mediana empresa, en los rangos de la mediana que tiene la SePyME, ahí puede entrar un fideicomiso cuando vas a pequeña empresa no tiene ninguna posibilidad de solventar un fideicomiso, por los montos de facturación.

Hay que estimar la tasa que es el costo mas alto que vas a tener, aproximadamente un fideicomiso de 24 meses en dólares puede estar en 9% TNA. El asesor financiero 1%, abogados entre 1.5% y 2%, el fiduciario, 2 %, el agente colocador que va a cobrar 1%. La tasa es nominal anual para los intereses, los otros son todos directos. Entonces, en dólares hay 8% en tasa + el 5 % directo sobre el monto del fideicomiso y de gastos tendrás 0.025% de gasto de instrumentación y. De esta forma, en dólares se obtiene una tasa de 13,5% anual aproximadamente. Fuera de la tasa de interés, todos los demás son fijos independientemente del plazo del fideicomiso. Si emitís una obligación negociable en vez de un fideicomiso, ahí esta la diferencia, sacas los abogados y el agente fiduciario. Va a estar en 4% mas debajo de lo que seria un fideicomiso estimativamente.

¿Que medidas debería tomar el Estado para fomentar la financiación a PyMEs mediante la instrumentación de fideicomisos?

El Estado podría actuar como inversor del fideicomiso, disponer de una masa de dinero como inversor manejados por la SePyME, creando un círculo virtuoso ya que una empresa que se financia 2 o 3 años con fondos estatales en la segunda rueda ya lo puede hacer con fondos privados.

Según su opinión, ¿quien seria la persona más idónea para asesorar a las PyMEs para acceder a un fideicomiso?

Yo te diría que a un contador, porque el agente de bolsa cuando vos lo vas a ver como cliente a efectos que actúe como agente colocador, el comienza a caminar sobre un desfiladero porque el tiene su cliente que son los inversores y una empresa que le esta diciendo mira yo quiero que me financies pero en definitiva el te busca la tasa mas baja y el se busca la tasa mas alta y en el medio esta el agente de bolsa que de los 2 el se va a inclinar mas por los inversores que son los que le convienen porque de eso vive, yo creo que hay que buscar un asesor



financiero externo a las instituciones del mercado que son CNV, Bolsa de Comercio, SGR, Caja de valores, y los agentes de bolsa, externo de lo que maneja el mercado para que digamos que sea el abogado defensor de la PyME ante todos los sistemas.

11.1.15. Boero, Federico.

Formación Académica: Lic. en Economía (UBA).

Actividad: Trabajó en bancos: Banco Velox S.A. (6 años) y luego Banco de Boston (1,5 años). En dic. de 1994 ingresó en Arauca Bit AFJP como SubGte. Financiero. Se retiró de la firma en Dic. del 2009.

Actualmente se desempeña en Allaria Ledesma & Cia. Soc. de Bolsa desempeñándose como Gte. Comercial Corporativo e Institucional.

Allaria Ledesma & Cia Sociedad de Bolsa S.A.

Negocios Corporativos e Institucionales

25 de Mayo 359 – Piso 12

C1002ABG – Buenos Aires

Tel. 5555-6000

Federico.boero@allaria.sba.com.ar

www.allaria.com.ar

Fecha: 04 de octubre de 2010.

¿Según su opinión, que relevancia tiene el sector de las PyMEs para el funcionamiento y desarrollo de la Economía Argentina?

Si bien apuntamos a toda la industria en general, se nota que las PyMEs hay una falta de interés por parte de muchos bancos por el tamaño por honorarios que le pueden cobrar, pero te diría que las PyMEs son un nicho al que nosotros tratamos de apuntar y de acompañar en su crecimiento es muy difícil para las PyMEs dar el salto de PyME sería de mediana empresa a gran empresa ese salto es muy difícil en la tarea de administración interna sobre todo de pasar una empresa manejada por 4 persona a pasarse a manejar por 10 o que todo se concentre en la decisión de una persona y vuelva a otro en ese sentido la PyME es un nicho interesante para la economía genera mucho empleo no puedes pensar un país sin PyMEs, no existe un país con 40 empresas como Arcor o Tenaris, necesita proveedores, necesitan diversificación necesitan un monto de cosas que eso te dan las PyMEs, por eso se habla mucho de las PyMEs pero a veces se ve poco o pocas regulaciones o pocos controles pocas cosas como para que puedan avanzar en el mercado financiero hay mucho desconocimiento

En relación a los requisitos que se piden en el mercado de capitales para ingresar y acceder al financiamiento, ¿Que posibilidades tiene una PyME Argentina de ingresar y de acceder a un financiamiento?

Convengamos que las PyMEs tienen mucho trabajo en "negro" entonces eso les impide totalmente y es mucho informal no lo digas en "negro" si quieres pero mucho informal, llevan los papelititos en la agenda, entonces cuando alguien tiene que hacer una evaluación de una empresa para poder acceder a un crédito o algo de mas largo plazo, de un descuento de un cheque implica que se encuentran con toda una forma de trabajar que no les llega, no les permite acceder a eso reconozcamos también que tampoco hay una política de

financiamiento a largo plazo de tasas fijas para las PyMEs. Hoy eso no lo tenes, entonces llegan al mercado financiero con productos de muy corto plazo, altas tasas inferiores al mercado informal el descuento de un cheque en una "cueva" es a unas tasas que alcanzan el 40% de costo total cuando en realidad en el mercado financiero bursátil el descuento de cheques de pago diferido es después de la tasa negociada depende el plazo puede estar entre el 9% y el 13% y si quieres hay que sumarle 3 puntos mas.

Así que tienen posibilidades de acceso pero como te decía le falta normalizar su economía, su administración, su contabilidad para poder calificar a un análisis crediticio.

En su opinión, ¿Como se podría avanzar hacia una construcción sustentable del financiamiento aplicado a PyMEs? ¿Qué puede seguir haciéndose por las PyMEs desde el mercado de capitales? ¿Qué exigencias se deberían flexibilizar para poder acceder al financiamiento? ¿Cuál debería ser el foco de análisis? ¿Qué se necesita para que haya más financiamiento PyME de largo plazo?

Son varios puntos pero tenes, ventas, facturación, facturación posible demostrable, período de tiempo del dinero en la calle, cuanto tiene su capital en deudas a cobrar por parte de sus proveedores y cuanto tiene en la calle su capital por parte de ventas realizadas donde la empresa a la que él le provee lo tiene pedaleando porque alargo sus pagos, hay demasiada plata volando en las PyMEs que necesitan consolidar de alguna forma, los fideicomisos, lo que vos nombraste antes de empezar con el cuestionario es una parte la posibilidad de concentrar esas facturas pendientes de cobro en un producto que te da la plata hoy, por otro lado vería lo riguroso en la contabilidad y también vería la posibilidad de cuanto se puede acceder, cuanto puede crecer a donde esta llegando con el mercado y de que manera, es un trabajo bastante intenso con poco fin de ganancia porque ir a una PyME que puede ser una ferretería de 4 cadenas que quiere seguir creciendo a la cual vos le decís yo te hago un análisis y te voy a cobrar tanta plata y lo ve como un gasto no como una inversión en ese sentido es muy difícil hacerle entender al dueño que viene llevando, esto desde que era una sola ferretería a 4 que le esta parando una posibilidad de crecer de una manera mas importante.

Considerando su experiencia en financiamiento para PyMEs ¿Que opinión tiene del fideicomiso como recurso estratégico en la resolución de los problemas de financiamiento de las PyMEs? ¿Es el Fideicomiso una alternativa viable?

Si es viable el tema es el fideicomiso es una muy buena herramienta que esta mas que probada a pasado las ultimas crisis y a dado efecto fueron pocos los fideicomisos que han caído y no han honrado sus deudas y eso fue no por culpa de las PyMEs salvo unos que hubo los mas resonantes hace poco de cadenas de consumo de electrodomésticos pero el problema de los fideicomisos que cayeron fue por el armado de la estructura legal que había atrás que no tenia la rigurosidad que debería haber tenido y eso afecto un poco el nombre pero les permite juntarse, porque a veces la PyME tiene poco volumen en el mercado financiero si le tenes que calificar oferta publica, presentar el programa a la CNV, etc. Se le va el costo muy alto y es un proceso de cómo te decía ordenar sus estructuras internas para que una calificadora los analice que a veces les cuesta un poco, pero que una vez pasada esa barrera me parece una de las mejores herramientas para las PyMEs pueden alargar los plazos y pueden entrar en una

cadena, hacer un programa de 200 millones por mas que ellos necesiten 10 pero sale la serie 1, sale la serie 2, tienen 20 series para hacer como mínimo y así ir creciendo lo cual me parece muy bien.

¿El fideicomiso podría beneficiar y aplicarse a todas las PyMEs o solo a un sector? ¿Cuales serian las razones?

Depende el sector, realmente no se si cualquier sector pueda acceder, depende el negocio, quien paga, como paga, los que mas lo están usando hoy es consumo tenes Garbarino, Megatone, Fravega, las cadenas de electrodomésticos son las primeras obviamente por la cantidad de facturación que tienen pero han venido fideicomisos de Hush Puppies por ejemplo (que no se llama Hush Puppies la cadena ahora, no me acuerdo el nombre), han tenido fideicomisos de securitización de tickets de venta de pasajes de avión con tarjeta de crédito ósea para la industria si esta bien armada la estructura puede ser cualquiera el tema es que encuentres 1 o 2 empresas que tengan un volumen tal que sean mas Medianas que Pequeñas para acceder si es a nombre de una, ahora si vos juntas cabezas sos el banco o sos una entidad que junta a varias cabezas y sale con el nombre "Agrojuan" y ahí no es un solo productor agropecuario son varios, otro sector que esta creciendo mucho es el de prestamos personales descuentos de ANSES y vienen con tasas muy altas el ANSES ahí ya nos vamos de las PyMEs pero es un fideicomiso que también esta funcionando el ANSES puso un tope máximo a las tasas para prestarle a los jubilados porque sino realmente eran créditos a muy altas tasas que pagaban, han llegado a pagar casi el 70% de tasas, lo que pasa es que eran cuotas, era crédito cuota, dame a vivir por ejemplo un año y te pago 100 pesos y te esta pagando el 70% del crédito de costo finales esas personas, eso fue acotado pero ese es otro sector que ha crecido mucho en fideicomisos, prendas de auto también hubo, aunque son complicadas las prendas de auto porque tiene su complicación por eso cada industria a la que avances tenes que encontrarles la vuelta porque no es lo mismo alguien que me da autos prendados, que si me prenda camiones o maquinaria de construcción o maquinaria pesada, porque el auto yo dejo de pagarlo el crédito y no lo mantengo mas y cuando lo recuperas el que tiene el derecho sobre ese auto realmente que fue el que puso la plata en el fideicomiso se encuentra con "4 ruedas y un chapon" entonces no es lo mismo ese que el que tiene un camión o una excavadora para trabajar realmente, ese va a tratar de pagarlo porque de ese camión depende su trabajo, entonces depende la industria que apuntes hay que tener determinados recaudos.

¿Por qué cree que los inversores del mercado local, estarían dispuestos a participar en fideicomisos destinados a PyMEs? ¿Cuáles son los inversores que potencialmente podrían invertir en PyMEs?

Si, si lo han hecho las AFJP eran un nicho muy grande de captación de esos fondos, sobre todo porque hay una forma de poder volcar esos créditos, ese ahorro previsional en las PyMEs justamente Caballo fue el que empezó con la ley de fideicomisos sino me equivoco y nos ayudo mucho, yo trabajaba en la EJPG, nos ayudo mucho a volcar ese flujo de ahorro previsional en las PyMEs hoy no están las AFJP, quedan compañías de seguros, quedan fondos comunes de inversión, queda el ANSES, administrando los fondos que habían en las AFJP pero te diría que tendría que haber mucho mas gente individuos en la banca privada que tenemos nosotros acá hay algunos que se animan lo que pasa es que no todos los fideicomisos son para individuos los plazos en los que están o las tasas a las que salen a veces son mas de inversores de largo plazo y no para alguien que vive de rentas de ultima.



¿Cuales son los factores críticos que pueden determinar el éxito o el fracaso de un fideicomiso?

La estructura, la seguridad financiera que se le hace al producto, foros cuentas de garantías, prioridad en el cobro de que alguna serie afecte a otra, calificación, quien cobra. Por ejemplo, Ribeiro era el que cobraba a los que les había vendido los electrodomésticos las cuotas y toda la semana le giraba la plata al fideicomiso Finalmente callo porque dejo de girarle la plata al fideicomiso la desviaba para otras cosas bueno entonces hay circuitos en la cobranza que se tienen que analizar muy bien antes de emitir porque te da la seguridad de que realmente vas a recibir esos fondos, si securitizas las ventas con tarjeta de crédito la tarjeta es la que cobra no el negocio que hizo la venta entonces hay un tercero involucrado que es el que va a revisar la cobranza y la va a girar a vos que sos el que tiene que cobrar realmente no pasa por el negocio esas son algunas de las cosas que hay que ir mirando en una estructura según la industria en la que estas apuntando porque de golpe me decís que es una cerealera o unos productores que le venden a la cerealera tendrías que fijarte realmente si la cerealera les paga en tiempo y forma o si les adelanto la plata mediante semillas para que empiecen a producir y que llegado el momento de cobrar la mitad ya la tienen adentro el productor de la cerealera paga solo el 50% y el resto se lo adelanto en semillas, fertilizantes. Tenes que ir analizando industria por industria.

¿Cuales son las ventajas y beneficios que se pueden lograr con la aplicación y desarrollo del fideicomiso respecto de otras formas tradicionales de financiamiento?

Alargan plazos, llegan al mercado financiero de una forma mas con un economía de escala, es muy difícil que una PyME pueda emitir un producto y llegar al mercado financiero sin ir de la mano de una estructura de estas porque ya no seria PyME estamos hablando de una empresa que esta a punto de dar el salto una ON o algo así, los costos de estructuración no son baratos necesita volumen, y las primeras series emitidas son primero mas caras hasta que la empresa se da a conocer en el mercado financiero, hoy por ejemplo tenes Garbarino 65.

¿Cuáles son los costos para estructurar un fideicomiso como instrumento de financiamiento? ¿El fideicomiso es una herramienta que efectivamente permite bajar los costos de financiamiento? ¿Los mismos podrían ser absorbidos por una PyME?

Si, no conozco exactamente los costos porque no estructuramos nosotros pero te puedo detallar cuales serian varios de los costos que tienen que enfrentar el primero es el banco estructurador que es el banco que le hace que le pude tener la calificador, después tenes estudio de abogados, la oferta publica, tenes que hacer una presentación de oferta publica, y obviamente a veces no tenes un solo emisor sino que tenes colocadores los cuales van a llevar un fee sobre lo que coloquen entonces eso te termina volcando la tasa no se cuanto es un fideicomiso que sale hoy al 13% no se cual es el costo final para el emisor publico pero no me puedo imaginar que sea menor de 5 a 6 puntos de tasa anual porque seria muy poco, lo que se suele hacer es un programa amplio te di un ejemplo de 200 millones para nombrar algo porque se analiza el programa en general se presenta el programa en la CNV y se va sacando por partes, entonces el acceso a la CNV es uno solo después hay autorización de la oferta publica de la serie siguiente nada mas y licua un poco esos gastos pero la primer serie suele ser cara para el emisor por eso uno trata de hacer una renovación permanentemente de las series para ir licuando ese gasto de inicio como una amortización de la inversión inicial. Los costos varían según la calificador que

elijas porque no es lo mismo una que otra, también varía según el emisor tenes Banco de Valores, Citi, etc. Y no todos cobran lo mismo, todos exigen un mínimo monto para emitir no creo que un Citi te salga con una emisión de una PyME mas fácil que salga el Banco de Valores, o el Banco Patagonia, hay distintas entidades y tienen distintos costos por eso me cuesta mucho decirte un promedio si CNV les cobra a todos por igual es un % de la emisión del programa, la calificadora te puede cobrar otro % de la emisión pero hay costos que son fijos y otros que van a variar depende a quien llames.

¿Hay un monto mínimo a partir del cual se justifique económicamente estructurar un fideicomiso?

Para definir el monto hay varios puntos. El monto puede ser muy grande o muy chico para el mercado de capitales entonces salir con la emisión de 5 millones de pesos a lo mejor es muy chico para ir al mercado de capitales pero puede ir bien para un banco. Tenes que ir a sociedades de bolsa para repartirlo en PyMEs, pero es muy chico también para la empresa porque los costos que le van a cobrar todos estos jugadores que te nombre debe tener una tasa variable y una fija.

¿Que medidas debería tomar el Estado para fomentar la financiación a PyMEs mediante la instrumentación de fideicomisos?

El Estado hoy al fideicomiso lo tiene bastante desarrollado, lo ha impulsado bastante bien, creo que hubo un cambio en la parte impositiva hace poco, los fideicomisos creo que no pagaban impuesto y ahora están pagando hay algo ahí la realidad es que cuando salió el fideicomiso muchas empresas encontraron la forma de hacer inversiones sin ser ellos que la hacen sino el fideicomiso ósea, hecha la ley hecha trampa, también la regulación ha sido bastante estricta en eso después de algunos descubrimientos de cosas que no eran adecuadas para el producto y se ha controlado bien el tema pero te diría que el permitirles a las PyMEs acceder a una línea mas de largo plazo y a otras tasas no tasas tan altas como hoy se nombran fijas tan altas competiría por un lado con el fideicomiso pero a la larga lo que hace es hacerles bajar los rendimientos del fideicomiso y permitirle al inversor llegar a la empresa financiarse mas barato, la realidad es muy difícil pedirle a un banco que le preste a una PyME a 10 años a tasa fija porque la volatilidad en nuestro mercado y las crisis han hecho que se perdiera, que sea muy difícil predecir eso la realidad es que terminan siendo tasas variables de corto plazo renovables ósea son pocas las PyMEs que han honrado 100% sus deudas, no porque no quisieran sino porque el mercado los corre, sale una promoción interna en una provincia y todos los que están de este lado desaparecen, hoy tenes una sustitución de importaciones que permite que muchas PyMEs existan pero no sabes por cuanto tiempo para que te cambien la regulación otra vez entonces regulaciones claras y constantes en el tiempo permiten este tipo de financiamiento de largo plazo hoy vos haces una empresa instalas tu empresa y quieres hacer el recupero de la inversión inicial en 2 años como máximo, cuando si lo haces esto mismo en un país industrializado sabes que lo vas a tener por lo menos en 5 años ese recupero entonces, es decir, bajando los costos, ganancia al máximo y sin importar si estas destruyendo otra cosa.

Entonces, en ese sentido reglas claras en la regulación y sobre todo en la parte impositiva te permiten a vos proyectar un escenario y mantenerlo en el tiempo.

Considerando que el fideicomiso ha tenido mayor difusión en los últimos años ¿Cuánto hay de marketing y cuanto de realidad en la efectiva concreción y uso satisfactorio de un fideicomiso? ¿Es realmente aplicable

para PyMEs? ¿Hay alguna otra alternativa más conveniente de financiamiento para PyMEs?

Las PyMEs son pequeñas y medianas te diría que para las pequeñas el fideicomiso esta un poco lejos me parece, tenes otras opciones para las pequeñas o por lo menos una pregunta que tenias acá de que manera se financia hoy una PyME se financia con descubiertos, con descuento de cheques en el mercado informal, se financia con el crédito que tiene con su proveedor difiriéndole a su proveedor el pago de la factura, pero por otro lado tiene del que él es proveedor que también le difiere el pago de su factura entonces en muchas herramientas la PyME, son pocas y caras. El negocio del descuento de cheques de pago diferido que tiene el mercado bursátil me parece una muy buena herramienta para esas empresas hoy, para esas pequeñas empresas donde entra a figurar una Sociedad de Garantía recíproca una SGR que avala estos cheques y el mercado después puede acceder a invertir comprando los cheques y ellos salen con ese cheque a un mercado del que no tenían acceso a través de estas empresas y a tasas mas que beneficiosas para ellos descuento de cheques en el mercado informal puede estar por el 30% y 40% fácilmente a no ser que el emisor del cheque sea una empresa nacional de primera línea, por ese mismo cheque avalado por una SGR y negociado en el mercado de capitales lo mas seguro es que la empresa termine pagando entre el 17% y 25% como máximo, la mitad de la tasa pero no todos saben que eso existe no todos logran ordenar los papeles para presentarse ante una SGR, actas de directorio, situación ante la AFIP hay un montón de cosas que le van a pedir, balances, balances auditados, hay un montón de cosas que para acceder a eso les exige como te decía al comienzo cierto orden interno administrativo. Hay que hacer mucha docencia se encuentran oportunidades que los ayuda a ordenarse y se los presenta a una SGR nosotros de acá hacemos mucho de ese camino de manera de poder acercarlo al mercado Mi ganancia es poder cobrarle una comisión cuando negocie posteriormente su cheque, tener inversores que necesitan cheques y no tener los cheques para operar yo les agrego cheques al mercado para operar entonces después hago una fidelización de clientes. Con nosotros la PyME una vez que entro acá, encuentra una forma de financiarse y a la larga algunas encuentran una forma de administrar sus pequeños ahorros temporales, van juntando hasta el pago de aguinaldos, van juntando hasta el pago de sueldos, van juntando el pago de ganancias, bueno es una forma de ir canalizando los fondos ociosos porque de otra forma, otro problema que tienen las PyMEs es dónde invertir sus saldos, hoy los tienen en cuenta corriente a tasa cero por desconocimiento, por comodidad por darle cero interés y no darse cuenta que eso también mejora su ganancia final como empresa, entonces hay mucho para hacer por ahí.

Puede ser el fideicomiso mas para la empresa mediana, también pude ser el pago del cheque diferido, cualquiera de las dos alternativas depende de la facturación y el plazo de urgencia. La SePyME regula todas las SGR. El análisis de una carpeta y la salida al mercado de cheque de pago diferido tardara dos meses a lo mejor como máximo, la emisión de un fideicomiso seguro que tarda mucho mas que eso, los plazos son distintos. Con cheques pago diferido lo que se esta operando mayormente ahora son plazos de 150 o 270 días aunque podrían llegar al año. Los Fideicomisos Financieros son más largos en vencimiento real, en duration es otra cosa en duration de 6 a 8 meses los de consumo, los de construcción como nombraste 12 a 24 meses de duration, el vencimiento depende de cómo viene la amortización. Entonces, son distintas herramientas que sirven para distintos plazos, no compiten una con la otra.

11.2. Proyecto de ley de servicios financieros para el desarrollo económico y social.309

El proyecto de Ley que ponemos a consideración se funda en 2 ejes:

- * La definición de la actividad financiera es un servicio público.
- * Se concibe la Ley a partir de las necesidades de los usuarios y no de las entidades financieras.

La actividad financiera como servicio público

La actividad financiera es un servicio público orientado a satisfacer las necesidades transaccionales, de ahorro y crédito de todos los habitantes de la Nación, y contribuir a su desarrollo económico y social. (Art. 1)

Proyecto de Ley concebido a partir de las necesidades de los usuarios

- Orientación del crédito hacia las micro, pequeñas y medianas empresas y regulación de tasas de interés activas.
- Establecimiento de "Servicios Esenciales" dirigidos hacia los sectores de menos ingresos de la población con un nivel máximo de comisiones (en algunos casos sin comisiones).
- Creación de la Defensoría del Usuario de Servicios Financieros en el Ámbito del Banco Central.
- Constitución de un Departamento de Atención al Usuario de Servicios Financieros en cada entidad financiera.
- Definición de un Código de Conducta para las entidades.

Objetivos de la Ley

- Promover el acceso universal a los servicios financieros.
- Proveer medios de pago y transaccionales eficientes para facilitar la actividad económica y las necesidades de los usuarios.
- Fortalecer el ahorro nacional mediante productos financieros acordes a las necesidades de los usuarios.
- Proteger los ahorros colocados en las entidades financieras, en particular a los correspondientes a los pequeños y medianos ahorristas.
- Impulsar el financiamiento productivo general, en particular de las micro, pequeñas y medianas empresas nacionales.
- Promover el crédito destinado a satisfacer las necesidades de vivienda y consumo de las personas y grupos familiares.
- Alentar una distribución regional equitativa de la actividad financiera.
- Preservar la estabilidad del sistema financiero.

Nuevas condiciones para las regulaciones

A las habituales ponderaciones de clase, naturaleza jurídica y otras para establecer regulaciones y exigencias diferenciales, por este proyecto el BCRA deberá tener en cuenta también:

- Origen del capital de las entidades.
- Características económicas y sociales de los sectores y regiones atendidos.

Diferenciación entre entidades nacionales y extranjeras

³⁰⁹ Artículo publicado por Heller, Carlos. en <http://www.carlosheller.com.ar> 26/04/2010. Actualmente es Diputado Nacional por la Ciudad de Buenos Aires, electo en Junio de 2009.



- Se incorpora una definición precisa para diferenciar las entidades de capital nacional y las de capital extranjero. Sucintamente, aquella que tenga más de un 30% de capital de origen extranjero, o que su decisión prevalezca en las asambleas de accionistas, será considerada como extranjera.
- Para las entidades financieras de capital extranjero y para las representaciones de entidades financieras del exterior se incorporan criterios más restrictivos para su actuación en el sistema financiero nacional. Algunos de estos criterios se encontraban presentes en textos legales anteriores a la Ley 21.526.
- Se otorga al Poder Ejecutivo Nacional la facultad de autorización para el funcionamiento de nuevas entidades de capital extranjero, así como para aumentos de participación en el capital de entidades financieras y nuevas inversiones del exterior en el sistema financiero. Además, se restablece el criterio de reciprocidad con los países de origen.

Nuevos requisitos para autorizar sucursales

- Se establece que la política de autorizaciones de filiales deberá guiarse por el objetivo de ampliar la cobertura geográfica del sistema financiero de modo de facilitar el acceso de los usuarios a sus servicios, así como evitar una excesiva concentración de filiales en las diferentes plazas, en particular en los centros urbanos densamente poblados

Publicidad

- Se obliga a las entidades locales de capital extranjero a poner en conocimiento del público los supuestos en que su grupo accionario mayoritario no respalde en su totalidad las operaciones realizadas en la Argentina.

Operaciones de las entidades financieras

- Se establece un listado taxativo de operaciones para los Bancos Comerciales con el criterio de "banca universal", abandonando el criterio anterior de admitir toda operatoria que no se encuentre expresamente prohibida.
- Se establecen disposiciones más estrictas sobre la explotación de empresas no financieras por parte de las entidades. Se anula la posibilidad de que las entidades financieras sean propietarias de acciones de otras entidades financieras.

Regulaciones

- Calce de operaciones en moneda extranjera. Los depósitos en moneda extranjera deberán aplicarse mayoritariamente en operaciones en las cuales el deudor tenga ingresos en moneda extranjera.
- Tasas de interés Máxima para préstamos a micro y pequeñas empresas: Las tasas no podrán superar en una proporción del 5% a una tasa promedio ponderada del sistema financiero para ese segmento.
- Tasa de interés Máxima para préstamos personales inferiores a los \$100.000 (ídem anterior).

Democratización de los servicios financieros

- Se encomienda al Banco Central establecer un listado de "Servicios Esenciales" que las entidades deberán ofrecer dirigidos hacia los sectores de menores ingresos de la población, para que los que se fijarán pautas operativas determinadas y un nivel máximo de comisiones.
- Las entidades financieras deberán destinar, directa o indirectamente, no menos de un 38% del total de sus financiaciones al sector privado a las Micro, Pequeñas y Medianas empresas (MiPyMEs) y un 2% a microemprendimientos.



Se impone a las entidades financieras la realización anual de un "Informe sobre Contribución a la Democratización de los Servicios", como sucede en otros países.

Protección al usuario de servicios financieros

Se crea la Defensoría del usuario de servicios financieros en el ámbito del Banco Central cuya misión consiste en la defensa y protección de los intereses de los usuarios financieros frente a los actos, hechos u omisiones de las entidades financieras. Son funciones de la Defensoría constituirse como segunda instancia de reclamos interpuestos por los usuarios y realizar análisis y estudios sobre las necesidades, intereses y grados de satisfacción de los usuarios.

Las entidades están obligadas a dar tratamiento y resolver los reclamos que presenten sus usuarios, por lo que al efecto deberán disponer de un departamento de atención a usuarios de sus servicios financieros.

Se encomienda al Banco Central implementar un código de conducta de las entidades financieras.

Defensa de la competencia

El Banco Central deberá monitorear el nivel de concentración de las diferentes operatorias y adoptar medidas correctivas cuando se vean afectadas las condiciones de competencia.

Ninguna entidad financiera privada podrá tener una participación en el conjunto del sistema financiero superior al 8%, tanto en el total de los depósitos provenientes del sector privado, como en el total de préstamos otorgados al sector privado.

Garantía de depósitos

El proyecto propone un régimen con garantía Estatal, garantizado por el Estado Nacional, que resulta obligatorio para todas las entidades financieras, con un límite de hasta \$100.000 por depositante o su equivalente en moneda extranjera y cualquiera sea la tasa pagada por los depósitos. La idea es reincorporar al seno del BCRA el Sistema de Garantía de Depósitos que fue parcialmente privatizado mediante la Ley 24.485. Se transfieren al Estado Nacional los activos del "Fondo de Garantía de los Depósitos" que administrará el Banco Central. El objetivo es generar un sistema más productivo desde el punto de vista del depositante.

11.3. Documentación a presentar por empresas que se vinculen crediticiamente al banco.

Banca Empresas – (Personas Jurídicas) ³¹⁰:

1. Solicitud de Calificación. (Formulario del Banco).
2. Información Básica Cualitativa sobre solicitantes de Crédito. (Formulario del Banco o nota de la empresa).
3. Estados Contables: Últimos 3 Estados Contables anuales, con sus respectivas Memorias, Notas, Anexos, firmado en original por autoridades de la empresa y por Contador Público con firma certificada por el CPCE. No se

³¹⁰ Modelo tomado del Banco de la Ciudad de Buenos Aires. 2010.



aceptarán Estados Contables donde el Contador haya emitido una opinión desfavorable o se abstenga de opinar.

4. Datos complementarios al último Balance General (Formulario del Banco). No será necesario repetir datos contenidos en las "Notas" a los Estados Contables; será suficiente con referenciar a la "Nota" correspondiente.

5. Actas de Asamblea, de Directorio o Reunión de Socios: mediante las cuales se aprueban los Estados Contables, se decide sobre la distribución de los Resultados no Asignados, designación de los Directivos en funciones, distribución de cargos del Directorio, Aportes Irrevocables, aprobación de revalúos técnicos (adjuntar con la autorización del organismo de control), etc. En caso de no ser Sociedades por Acciones presentar nota indicando el destino de los Resultados firmada por todos los Socios o Actas de Reunión de Socios.

6. Declaración de Compras y Ventas posteriores al último Balance General. (Formulario del Banco o nota de la empresa).

7. Declaración de Deudas Bancarias y Financieras locales y del exterior actualizadas. (Formulario del Banco o nota de la empresa).

8. Declaración de seguros vigentes. (Formulario del Banco o nota de la empresa).

9. Manifestación de Bienes actualizada de los principales socios / accionistas y garantes (Formulario del Banco) si éstos fueran terceras personas, firmado por el titular y Contador Público. La manifestación de Bienes de personas garantes casadas debe contar también con la firma del cónyuge.

10. DDJJ. Sobre existencia de Grupo económico (Com. "A" 2140 del BCRA).

11. Declaración de garantías otorgadas a favor de terceros vigentes a la fecha de presentación de documentación.

12. Para Empresas Constructoras: Detalle de obras en curso (monto total de obra, % avance de obra, plazo, fecha de finalización, etc.).

13. Para asistencia superior a \$ 500.000.- deberá presentar: Flujo de Fondos Proyectado por 12 meses o por el período del préstamo solicitado (de ambos el mayor), con detalle de las pautas utilizadas en su elaboración, subscripto por el presidente, socio gerente o apoderado. La proyección correspondiente al primer año debe ser mensual, mientras que para los años restantes puede ser anual.

14. Solicitud de Crédito (Formulario 21.049) y Anexo.

15. DDJJ nota constituyendo domicilio especial en Capital Federal, si su sede legal estuviese fuera de ella.

16. Constancia de Inscripción en el registro Industrial de la Nación (RIN), de corresponder dicha inscripción.

17. Información Tributaria: Fotocopia (acompañada del original para cotejar o certificada por escribano) de:

a) Inscripciones en la DGR (Ingresos Brutos) y AFIP (CUIT-IVA-GANANCIAS)

b) Últimos 3 (tres) comprobantes de DDJJ de Ingresos Brutos e IVA.

c) Última declaración anual de Ganancias e IVA, con sus comprobantes de pago.

d) En caso de PyMEs, habilitación municipal y último pago de tasas municipales.

18. Fotocopia del contrato de alquiler, cuando corresponda.



19. Contrato o Estatuto Social / poderes otorgados: acompañar fotocopias de dichos elementos debidamente inscriptos en los Registros respectivos. Igual requisito deberá realizarse con las modificaciones que se produzcan y en futuras renovaciones de poderes otorgados.

20. Cumplimiento del Censo Nacional Económico 2004/2005: Fotocopia (con original para cotejar o certificada por escribano)

21. Para créditos superiores a \$ 1.000.000, DDJJ sobre condición de "Deudor – Cliente no Vinculado", s/ Com. "A" 2573 del BCRA.

22. Listado de productos utilizados (Formulario del Banco)

Nota 1: Cuando presente copias de Actas o de DDJJ o pagos ante organismos, deberá adjuntar el original para su verificación.

Nota 2: Toda información presentada deberá tener firma original y sello aclaratorio del titular o apoderado.

11.4. Documentación a presentar para el análisis preliminar para la solicitud de cotización en la BCBA.

PLANILLA DE PRESENTACIÓN INICIAL

Análisis preliminar para la solicitud de cotización de:

- | | | |
|--------------------------|--------------------------|-------------|
| • Cheques de Pago | <input type="checkbox"/> | Diferido |
| • Obligaciones | <input type="checkbox"/> | Negociables |
| • Fideicomiso Financiero | <input type="checkbox"/> | |
| • Acciones | <input type="checkbox"/> | |

La presente planilla deberá ser presentada junto a la siguiente información en fotocopia simple:

- **Tres últimos balances generales y, si los hubiere, trimestrales posteriores al cierre.**
- **Acta de asamblea de accionistas que aprobó el último balance general**
- **Brochure o carpeta de presentación de la empresa.**
- **Estatuto o Contrato Social vigente con indicación de las reformas en trámite.**

Datos a completar

1. Nombre (Razón Social y forma jurídica) y CUIT del solicitante

2. Domicilio legal

Calle:

Localidad:

Código Postal:

Provincia:

Teléfono:

Fax:

Correo electrónico:

Página web:

3. Principal/es actividad/es desarrolladas.



4. Antigüedad de la empresa
5. Composición del capital accionario (titulares, CUIT y porcentajes)
6. Composición del Directorio, Sindicatura y Gerencias (nombres, edades y CUIT). Breve descripción de los antecedentes laborales de los mismos.
7. Reseña Histórica de la Empresa
8. Descripción del Proceso Productivo (para unidades productoras)
 - 8.1 Materias primas básicas. Origen (Nac/Imp.)
 - 8.2 Breve descripción del proceso de transformación, incluyendo diagrama y lay out de la planta.
 - 8.3 Descripción de las tercerizaciones, si las hay. Ubicarlas en los diagramas de 8.2
 - 8.4 Packaging y Logística.
 - 8.5 Producto/s Final/es. Descripción.
- 9 Descripción de Servicios (para unidades de servicios)
 - 9.1 Activos básicos utilizados. Sistemas, instrumentos, herramientas.
 - 9.2 Descripción del proceso o procedimientos del servicio.
 - 9.3 Producto/s.
- 10 Descripción de Comercio (para unidades comerciales)
 - 10.1 Listado de productos/proveedores.
 - 10.2 Sistema de Comercialización.
 - 10.3 Logística y Distribución.
11. Riesgos Principales del Negocio
12. Seguros contratados. Compañías, tipos y montos asegurados. ART.
13. Personal ocupado por sectores. Turnos y horarios. Antigüedad promedio
14. Cámaras, Federaciones, Agrupaciones que nuclean la actividad de la empresa.
15. Información económica \$ (últimos tres ejercicios)

Ejercicio año	al/...../.....	al/...../.....	al/...../.....
Activo Total			
Activo Corriente			
Pasivo Total			
Pasivo Corriente			
Capital			
Patrimonio neto			
Ventas Netas			
Resultado Bruto			
Resultado Operativo			
Resultado Final (después de impuestos)			

16. Información post balance discriminada por mes:
 - 16.1. Facturación
 - 16.2. Detalle de Compras de Bienes de Cambio. Indicar contado y plazos.
 - 16.3. Detalle de Ventas de Bienes de Cambio. Indicar contado y plazos.
 - 16.4. Variaciones significativas en los Bienes de Uso. Adquisición, mejoras y bajas.
17. Historial exportador de la empresa. Porcentajes y montos del total de ventas (si correspondiera)
18. Listado de proveedores y clientes más importantes (Denominación, CUIT, Operaciones mensuales y Plazos)



19. Formas de pago y de cobro. Plazos. Garantías comerciales.

20. Listado de competidores mas importantes.

21. Situación deudas bancarias y financieras a la fecha en pesos y en moneda extranjera

Entidad	Deuda origen (\$)	Garantía	Vencida (\$)	A vencer (\$)	Importe total (\$)

22. Informe sobre estado de situación previsional e impositiva (deudas y planes de pago)

23. Plan de Negocios

Flujo de Caja estimado proyectado a 12 meses (modelo)

Momento	1	2	3	4	5	6
Ingresos						
a.						
b.						
c.						
Total Ingresos						
Egresos						
a.						
b.						
c.						
Total Egresos						
Total Flujo sin Fondos BCBA						
Pago de Deuda BCBA						
Total Flujo con Fondos BCBA						

24. Monto requerido (pesos o moneda extranjera)

25. Destino de los fondos solicitados

26. Plazos estimados de cancelación final

27. Garantías ofrecidas

28. Agente colocador designado

29. Consultor, Estudio Jurídico u otros, autorizados en esta etapa de estudio.

30. Datos del contacto en la empresa

Apellido y Nombre:

Cargo:



Dirección:
Teléfonos/Fax:
Fecha:

CP:
e-mail:

Uso Interno BCBA

Fecha de Presentación en BCBA	
Fecha de Informe	
Analista/s	
Observaciones	

11.5. Aranceles de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.



ARANCELES

Aranceles por Derechos de Estudio

- Fideicomisos Financieros: se factura aplicándose la tabla correspondiente al Anexo I. Su importe se determina en función de la escala y es el equivalente al derecho de cotización anual.
- Obligaciones Negociables y Valores de Corto Plazo: no corresponde su facturación en el caso de derechos de estudio.
- Acciones: se factura aplicándose la tabla correspondiente al Anexo II. Su importe se determina en función de la escala y es el equivalente al derecho de cotización anual.
- CPD: \$ 814 es lo único que se paga.

Aranceles por Derechos de Cotización

- Fideicomisos Financieros: se factura aplicándose la tabla correspondiente al Anexo I. Se aplica un 30 % de descuento para aquellas emisoras que coticen acciones.
- Obligaciones Negociables y Valores de Corto Plazo: se factura aplicándose la tabla correspondiente al Anexo I. Se aplica un 30 % de descuento para aquellas emisoras que coticen acciones.
- Acciones: se factura aplicándose la tabla correspondiente al Anexo II.

Aranceles por Publicaciones Reglamentarias

Tipo		1 Pág.	1/4 Pág.	1/8 Pág.	1/4 Pág.	cm.
Diario Publicitario		\$ 1.333,00	\$ 1.187,00	\$ 909,00	\$ 583,00	\$ 41,00
Diario No Publicitario		\$ 872,00	\$ 600,00	\$ 454,00	\$ 287,00	\$ 21,00
Diario No Publicitario	Pyme 1er.Año	\$ 370,00	\$ 330,00	\$ 250,00	\$ 130,00	\$ 9,00
Diario No Publicitario	Pyme 2er.Año	\$ 470,00	\$ 420,00	\$ 317,00	\$ 200,00	\$ 15,00
Diario No Publicitario	Pyme 3er.Año	\$ 570,00	\$ 510,00	\$ 385,00	\$ 243,00	\$ 18,00
Diario No Publicitario	Pyme 4to.Año	\$ 570,00	\$ 510,00	\$ 385,00	\$ 243,00	\$ 18,00
Semanal Publicitario		\$ 1.333,00	\$ 1.187,00	\$ 909,00	\$ 583,00	\$ 64,00
Semanal No Publicitario		\$ 872,00	\$ 600,00	\$ 454,00	\$ 287,00	\$ 32,70
Semanal No Publicitario	Pyme 1er.Año	\$ 370,00	\$ 330,00	\$ 250,00	\$ 130,00	\$ 18,00
Semanal No Publicitario	Pyme 2er.Año	\$ 470,00	\$ 420,00	\$ 317,00	\$ 200,00	\$ 22,00
Semanal No Publicitario	Pyme 3er.Año	\$ 570,00	\$ 510,00	\$ 385,00	\$ 243,00	\$ 27,00
Semanal No Publicitario	Pyme 4to.Año	\$ 270,00	\$ 510,00	\$ 385,00	\$ 243,00	\$ 27,00

Departamento PYMES

Sarmiento 299 - 2º piso (C10+11AAE) - Bs. As. Argentina
Teléfonos: 4316-7161/7162
E-mail: pymesa@bcba.sba.com.ar



BCBA

Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Los descuentos para Pymes no existen más, sólo se aplican a Pymes con cotización vigente que ingresaron cuando el régimen de descuentos aun estaba funcionando.

Al momento de obtenerse la autorización para cotizar, se publica en el Suplemento Diario el Prospecto Resumido, el cual puede tener aproximadamente de 4 / 20 páginas. Asimismo, toda información relevante que ingrese a esta Bolsa, será publicada en el Suplemento Diario.

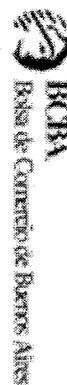
En el Semanario se publican con periodicidad trimestral los estados contables de la sociedad / fideicomiso cotizante.

Departamento PYMES

Sarmiento 299 - 2° piso (C1041AAE) - Bs. As. Argentina

Teléfonos: 4316-7161/7162

E-mail: pymes@bcba.sba.com.ar



ANEXO I

Análisis correspondientes a Fideicomiso Financiero Obligaciones Negociables y Valores de Corto Plazo

Moneda de la cantidad admitida (en \$)	Suma Fija Anual (en \$)	Anual adicional (0/100)
Hasta	1.162.400	0,14
De	1.743.600	0,14
"	2.615.400	1,221
"	3.923.100	1,744
"	5.884.650	2,397
"	8.826.975	3,182
"	17.653.950	4,065
Más de	17.653.950	5,830

ANEXO II

Análisis correspondientes a Acciones

Capitales + Revalúos + Ajuste Integral (en \$)	Suma Fija Anual (en \$)	Anual adicional (en tanto por uno)
Hasta	230.000	474,88
De	350.000	474,88
"	450.000	674,88
"	600.000	834,88
"	800.000	1.014,88
"	1.300.000	1.174,88
"	2.500.000	1.474,88
"	20.000.000	1.954,88
"	40.000.000	5.454,88
"	60.000.000	7.654,88
"	100.000.000	9.654,88
"	150.000.000	13.654,48
"	300.000.000	18.653,48
Más de	300.000.000	33.648,98

Santiago 2009 - 2º piso (C1041AAE) - Bs. As. Argentina
Teléfono: 4316-7161/7162
E-mail: pyme@bcba.sba.com.ar

Departamento PMAIS



11.6. Abreviaturas.

- BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- BADLAR: representa la tasa de captación de fondos a nivel mayorista.
- CNV: Comisión Nacional de Valores.
- CC: Código Civil.
- CEFIDAR: Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina.
- CEPAL: Comisión Económica para América Latina.
- CF: Contrato de Fideicomiso.
- CFT: Costo financiero total.
- CHPD: Cheques de Pago Diferido
- CM: Contrato de Mutuo.
- CPD: Cheque de Pago Diferido
- FONAPYME: Fondo Nacional para el Desarrollo de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa
- GarVal: Garantía de Valores SGR
- IAAF Instituto Argentino de Análisis Fiscal
- INDEC: Instituto Nacional de Estadísticas y Censo.
- IPS: Inter Press Service.
- LFVC: Ley 24.441 titulada "Ley de Financiamiento de la Vivienda y Construcción"
- M.A.E.: Mercado Abierto Electrónico.
- MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.
- OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
- ON: Obligaciones Negociables
- PyMEs: Pequeñas y Medianas Empresas.
- SePyMe: Secretaría de la Pequeña y Mediana empresa.
- SGR: Sociedades de Garantía Reciproca
- SPNF: Sector Privado no Financiero
- Sponsor: Son las personas responsables del proyecto de financiación.