



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas



Escuela de Estudios de Posgrado  
Especialización en Administración Financiera

**Trabajo Final**

**“UTILIZACIÓN DE FIDEICOMISOS  
PARA EL FINANCIAMIENTO DE  
PYMES”**

**Autor :  
Analia Cristina López**

**Tutor :  
Diego Galiana**

**Buenos Aires, Junio de 2011**

# ÍNDICE      GENERAL

	<u>Página</u>
<b>1. RESUMEN DEL TRABAJO.</b>	6
<b>2. INTRODUCCIÓN AL TEMA.</b>	10
<b>3. DESARROLLO DEL TRABAJO.</b>	13
<b>3.1. PYMES</b>	
A) INTRODUCCIÓN.	14
B) DEFINICIONES.	15
C) SITUACION ACTUAL.	18
<b>3.2. FIDEICOMISOS</b>	
A) DEFINICIÓN.	22
B) DISTINTOS TIPOS DE FIDEICOMISOS.	25
C) FIDEICOMISO FINANCIERO, MARCO LEGAL	30
D) SECURITIZACIÓN	32
E) TRATAMIENTO IMPOSITIVO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO	42
F) TRATAMIENTO CONTABLE DEL FIDEICOMISO FINANCIERO	54
G) COSTOS DE EMISIÓN.	60
<b>3.3. OTRAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES</b>	
<b>3.3.1. ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO Y TASAS DE         MERCADO</b>	64
A) DESCUENTO DE CHEQUES.	65
B) DESCUENTO DE FACTURAS O FACTOREO.	68
C) PRESTAMOS BANCARIOS.	69
<b>3.3.2. ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO EN EL         MERCADO DE CAPITALES</b>	70
A) EMISIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES.	71
B) EMISIÓN DE ACCIONES.	72
<b>3.4. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL FIDEICOMISO COMO         HERRAMIENTA DE FINANCIAMIENTO.</b>	74
<b>3.5. VENTAJAS DEL FIDEICOMISO PARA LOS INVERSORES.</b>	76

	<b><u>Página</u></b>
<b>3.6. EJEMPLO. CASO PRÁCTICO.</b>	78
<b>4. CONCLUSIÓN</b>	86
<b>5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.</b>	89
<b>6. ANEXO.</b>	92
<b>7. NOTAS Y OBSERVACIONES AL TEXTO.</b>	103
<b>8. SOPORTE ELECTRÓNICO (C.D.)</b>	105

## **ÍNDICE DE CUADROS**

<b><u>Cuadro</u> <u>No. :</u></b>	<b><u>Título</u> – <u>Fuente</u></b>	<b><u>Página</u></b>
<b>I</b>	CLASIFICACIÓN DE PYMES SEGÚN LAS VENTAS ANUALES. Fuente: Disposición 147/2006 del Ministerio de Economía.	15
<b>II</b>	CLASIFICACIÓN DE PYMES PARA LA EMISIÓN DE ACCIONES Y/U OBLIGACIONES NEGOCIABLES. Fuente: Comisión Nacional de Valores.	17
<b>III</b>	CLASIFICACIÓN DE PYMES CONSIDERANDO CAPITAL PRODUC- TIVO Y PERSONAL OCUPADO. Fuente: Resoluciones 401/89, 208/93 y 52/94 del Ministerio de Economía.	18
<b>IV</b>	FIDEICOMISO. Fuente: Propia según definición.	23
<b>V</b>	COSTOS FINANCIEROS PARA EMISIONES PEQUEÑAS. Fuente: Propia.	62
<b>VI</b>	COSTOS FINANCIEROS PARA GRANDES EMISIONES. Fuente: Propia.	62
<b>VII</b>	TASAS DE DESCUENTO DE CHEQUES. Fuente: Publicaciones sobre tasas de descuento de cheques avalados de la Bolsa.	66
<b>VIII</b>	ADQUISICIÓN DE TITULOS DE DEUDA EMITIDOS POR EL FIDEICOMISO. Fuente: Propia.	83
<b>IX</b>	ENTREGA DEL PRODUCTO AL COMPRADOR Y CANCELACIÓN DE LOS VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA. Fuente: Propia.	84

## **ÍNDICE DE GRÁFICOS**

<b><u>Gráfico</u></b> <b><u>No. :</u></b>	<b><u>Título</u></b> – <b><u>Fuente</u></b>	<b><u>Página</u></b>
<b>I</b>	CLASIFICACIÓN DE PYMES SEGÚN LAS VENTAS ANUALES. Fuente: Propia sobre la base de la Disp. 147/2006 del M. de Economía.	19
<b>II</b>	CLASIFICACIÓN DE PYMES PARA LA EMISIÓN DE ACCIONES Y/O OBLIGACIONES NEGOCIABLES. Fuente: Propia sobre datos de la CNV.	20
<b>III</b>	CLASIFICACIÓN DE PYMES CONSIDERANDO CAPITAL PRODUC- TIVO Y PERSONAL OCUPADO. Fuente: Propia en base a las Res. 401/89, 208/93 y 52/94 del M. de Economía.	21
<b>IV</b>	COSTOS FINANCIEROS SEGÚN DIFERENTES MONTOS DE EMISIÓN. Fuente. Propia.	63
<b>V</b>	TASAS DE DESCUENTO DE CHEQUES. Fuente: Propia en base a las publicaciones sobre tasas de descuento de cheques avalados de la Bolsa.	67

## **1. RESUMEN DEL TRABAJO**

El objetivo del presente trabajo es analizar si es posible que las PYMES argentinas puedan obtener financiamiento a costo razonable, a través de la utilización de Fideicomisos Financieros, y cual es la forma más conveniente de utilizar este tipo de herramienta financiera, dentro del abanico de alternativas que la misma nos ofrece.

En los últimos años, los fideicomisos financieros han tenido un crecimiento exponencial como herramienta de financiación en el mercado de capitales argentino, pero esto no se ha visto reflejado en la participación que las PYMES tienen en dicho mercado.

El trabajo comienza con una breve explicación de que es una PYME, que parámetros deben cumplir para ser calificadas como tales, el marco legal regulatorio por el cual se rigen y cual es la situación actualmente en nuestro país de este tipo de empresas.

Luego se abordara en profundidad que es un Fideicomiso, se dará su definición, se mencionará los distintos tipos que hay de los mismos y el marco legal por el cual se rigen como ser la Ley 24.441.

Se describirá el proceso de securitización que es aquel mediante el cual determinados activos ilíquidos son convertidos en títulos valores negociables. Este es un tema importante dentro del Fideicomiso, encontrando varios sujetos que intervienen en dicho proceso y mencionando que función cumplen los mismos. Se explican los tres vehículos que hay para securitizar, entendiendo así como se relaciona este tema con el Fideicomiso.

Se tratará la situación impositiva del Fideicomiso y todos los impuestos que lo afectan como ser Impuesto a las Ganancias, Impuesto al Valor Agregado, Impuesto sobre los Ingresos Brutos, Impuesto sobre los Bienes Personales, Impuesto sobre los Sellos, entre otros. Se expresa los tratamientos diferenciales que reconoce la legislación argentina para los fideicomisos financieros y los titulares de los títulos

emitidos, explicando los casos de exenciones que la ley concede al cumplirse ciertos requisitos.

Seguidamente se expondrá como es el tratamiento contable que se le da al Fideicomiso, explicando cual es el tratamiento según se trate de los registros del fiduciante, del fiduciario, del fideicomiso o del beneficiario /fideicomisario. En cada caso se explica como se procede si en la transmisión de los bienes al fideicomiso existe contraprestación o no y si dicha contraprestación existe si es asimilable a una operación de venta.

Se hace referencia a los costos de emisión del Fideicomiso reflejando porque es baja la cantidad de emisiones que realizan las PYMES debido a los altos costos de estructura que deben enfrentar.

Se explicará otras alternativas de financiación para las PYMES, como ser financiarse a tasas de mercado o financiarse en el mercado de capitales. Dentro de la financiación a tasas de mercado se presentaran tres alternativas, a saber descuento de cheques, descuento de facturas y préstamos bancarios, detallando en que consiste cada una y las ventajas otorgan. Dentro de la financiación en el mercado de capitales se menciona como funciona la emisión de acciones y la emisión de obligaciones negociables y como hacen las PYMES para incursionar en este tipo de emisiones.

A continuación se hace referencia a las ventajas y desventajas del Fideicomiso como herramienta de financiamiento y a las ventajas desde el punto de vista del inversor, comparando en este último caso con otras alternativas de inversión y justificando desde el lugar del inversor porque es más conveniente invertir en un fideicomiso que en otras opciones.

Por último se desarrolla un ejemplo práctico que gráfica y ayuda a comprender como es el funcionamiento de un Fideicomiso Financiero, tomando el caso de emisión que hace SECUPYME en su edición número XXXIV.

Como cierre del trabajo expondremos las conclusiones en donde observamos que las PYMES representan un porcentaje importante dentro del mercado argentino, pero

que por su estructura poco organizada por lo general se les hace muy difícil acceder a las distintas posibilidades de financiamiento, siendo el Fideicomiso Financiero una gran oportunidad para obtener créditos. Si bien reflejamos que por los altos costos estructurales a una PYME le es difícil hacer una emisión de Fideicomiso Financiero por poco monto, al juntarse un grupo de pequeñas y medianas empresas podrán emitir un fideicomiso en conjunto y permitirles fondearse a un costo mucho más accesible que otras alternativas existentes en el mercado.

## **2. INTRODUCCIÓN AL TEMA**

En el trabajo se analizarán los fundamentos que presentan al Fideicomiso Financiero como una alternativa de financiamiento y confirmar que es un importante atractivo para la inversión por su alto nivel de confiabilidad.

Luego de la crisis del 2001, los Fideicomisos Financieros se consolidaron como una alternativa de financiación para las PYMES, ante la escasez de créditos y las altas tasas de interés.

El objetivo de los Fideicomisos es la securitización de activos.

En el escrito se expondrá sobre la perspectiva de los Fideicomisos Financieros en la Argentina a corto y mediano plazo, como una herramienta ventajosa tanto para quien desea tomar crédito para financiar proyectos, como para inversores en busca de una óptima relación entre rendimiento y riesgo.

Este instrumento financiero ha crecido y crece de manera sostenida en los últimos años, y se expande su utilización en distintos sectores de la economía argentina, lo que permite mayor variedad de opciones a la hora de invertir en ellos, y nuevas formas de utilizarlo a favor del desarrollo productivo del país.

En los últimos años no se ha visto un efecto considerable en lo que respecta a la participación de las PYMES en el mercado de capitales. Y, si bien esta categorización no abarca a los fideicomisos financieros en particular, éstos tampoco han mostrado cambios en su nivel de utilización.

El fideicomiso financiero es una figura que ha ido ganando espacio aceleradamente en la Argentina, sobre todo en lo que se refiere al financiamiento/inversión a mediano y largo plazo. Su reconocida versatilidad es capaz de hacer una pluralidad de operaciones capaces de satisfacer las más disímiles necesidades, ya que el diseño de negocios con base en esta figura es prácticamente infinito.

No obstante esta rápida expansión de los fideicomisos, para las pequeñas y medianas empresas todavía sigue siendo difícil la posibilidad de emitir un fideicomiso financiero.

Podemos decir que el volumen de emisiones de Fideicomisos Financieros por parte de pequeñas y medianas empresas, ha ido acompañando la tendencia del total de emisiones en el mercado. Sin embargo, no se advierte un crecimiento considerable en lo que respecta a la proporción de Fideicomisos Financieros PYMES sobre el total de emisiones realizadas

Desde el año 2002, la emisión de Fideicomiso Financiero PYMES no ha superado el 9% respecto del volumen total emitido. La escasa emisión de fideicomisos para pequeñas y medianas empresas se ha debido principalmente a la dificultad de hacer frente a los costos fijos de una estructuración de este tipo.

La práctica enseña que, por la necesidad de contar con una masa crítica relativa que haga económicamente viable la operación, es común la intervención de varias PYMES como fiduciante de un mismo contrato. Tal es el caso del fideicomiso financiero SECUPYME, el cual lleva emitidas 34 series.

Resulta asimismo usual que, como mecanismo particular de mejora del crédito, se registre la intervención de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), de la cual las PYMES resulten socios partícipes, como garante o avalista. La presencia de una SGR permite mejorar la calificación de riesgo de los valores negociables fiduciarios.

### **3. DESARROLLO DEL TRABAJO**

## **3.1. PYMES**

### **A) INTRODUCCION**

Las pequeñas y medianas empresas (PYMES) son el núcleo central del desarrollo y crecimiento de la sociedad contemporánea, siendo que constituyen el sector de mayor generación de empleo para la economía de cualquier país.

La participación de las PYMES en el crecimiento económico muestran que cumplen un rol fundamental: su aporte ya sea produciendo y ofertando bienes y servicios o demandando y comprando productos o añadiendo valor agregado, constituye un eslabón determinante en el encadenamiento de la actividad económica.

En la Argentina, nos encontramos con que gran cantidad de este tipo de empresas, tienen propiedad familiar, donde los dueños están en frente del negocio, y conviven muchas veces con la problemática propia de la familia.

La economía de la empresa familiar se caracteriza por asumir el dueño “emprendedor” los diversos roles de producir, vender, negociar con el banco, tomar personal, generar información contable para terceros y mucho más. Es necesario crecer hacia dos frentes, el interno y el externo para que la empresa pueda ser rentable y tener un crecimiento sustentable.

Estas empresas pueden constituirse como Sociedades de Hecho, Cooperativas, Mutuales, Sociedades de Responsabilidad Limitada (SRL) y hasta como Sociedades Anónimas (SA).

El hecho de que las PYMES cuenten con escasos recursos patrimoniales, financieros y humanos, aunados a su condición tradicional y centralizada de las decisiones sumado a la sospecha de su alto grado de informalidad, impulsan a que el sistema financiero las califique de riesgosas para ser sujeto de créditos.

Uno de los problemas que encuentran al intentar obtener financiamiento bancario, es que las más pequeñas de ellas, no suelen tener balances lo suficientemente confiables a la hora de ser evaluados por las entidades financieras, y aquellas que logran conseguirlo, suelen ser castigadas con altas tasas de interés, a raíz del riesgo con el que este tipo de empresas suelen estar asociadas.

## **B) DEFINICIONES**

La definición legal y la clasificación por tamaño, como Pequeña y Mediana empresa están establecidas mediante la resolución de un órgano de Promoción Nacional que se encuentra bajo la dependencia del Ministerio de Economía de la Nación, denominado Sub-Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (SEPYME y DR.). Este marco legal está descrito en la ley 25.300, denominada de “Fomento a la Micro, Pequeña y Mediana Empresas”.

Según la Disposición 147/2006 del Ministerio de Economía, “serán consideradas Micro, Pequeñas y Medianas Empresas aquellas que registren hasta el siguiente nivel máximo de las ventas totales anuales, excluido el Impuesto al Valor Agregado y el impuesto interno que pudiera corresponder, expresado en Pesos (\$), detallados en el cuadro que se detalla a continuación:

### **CUADRO I**

<u>Sector Tamaño</u>	<u>Agropecuario</u>	<u>Industria y Minería</u>	<u>Comercio</u>	<u>Servicios</u>	<u>Construcción</u>
Microempresa	456.000	1.250.000	1.850.000	467.500	480.000
Pequeña Empresa	3.040.000	7.500.000	11.100.000	3.366.000	3.000.000
Mediana Empresa	18.240.000	60.000.000	88.800.000	22.440.000	24.000.000

Valores expresados en \$.

Se entiende por valor de las ventas totales anuales, el valor que surja del promedio de los últimos TRES (3) años a partir del último balance inclusive o información contable equivalente adecuadamente documentada.

En los casos de empresas cuya antigüedad sea menor que la requerida para el cálculo establecido en el párrafo anterior, se considerará el promedio proporcional de ventas anuales verificado desde su puesta en marcha” (1).

Cuando una empresa tenga ventas por más de uno de los rubros que figuran en el cuadro precedente se considerará aquel cuyas ventas hayan sido las mayores durante el último año.

El valor de las ventas totales anuales que surja de los TRES (3) años se determinará, en el caso de las sociedades comerciales, a partir del último balance general inclusive, firmado por Contador Público Nacional y certificado por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas; mientras que, en el caso de las personas físicas, empresas unipersonales y/o sociedades de hecho, se determinará a partir de una declaración jurada de ventas para cada uno de los TRES (3) últimos años calendarios, refrendado por Contador Público Nacional y certificado por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas (2).

Se entiende por ventas totales anuales los ingresos originados en la producción y comercialización de bienes, y en la prestación de servicios, netas de devoluciones y bonificaciones (3).

Sin embargo, esta no es la única clasificación que podemos encontrar para definir una PYME. La Comisión Nacional de Valores (CNV) consideró que el crecimiento de la economía obligaba a la necesidad de revisar los montos de facturación que determinan a las PYMES en el mercado de capitales, por lo que decidió establecer una nueva clasificación de PYMES a ser utilizada exclusivamente para el acceso al mercado de capitales. Esta nueva tipificación permitiría la inclusión de un mayor número de entidades que podrían ofrecer públicamente sus acciones y valores de deuda, dentro de denominado “segmento PYMES”.

Lo importante de esta clasificación reside en las mayores posibilidades de financiamiento orientado al sector, ya el acceso limitado al mismo constituyen una de las principales restricciones con las que cuentan las PYMES.

Serán consideradas PYMES, para la emisión de acciones y/u obligaciones negociables, aquellas empresas que registren como máximo en sus ventas totales anuales (promedio de los últimos tres años) los siguientes importes:

## **CUADRO II**

<u>Sector Tamaño</u>	<u>Agropecuario</u>	<u>Industria y Minería</u>	<u>Comercio</u>	<u>Servicios</u>	<u>Construcción</u>
Pequeña Empresa	6.080.000	15.000.000	22.200.000	6.732.000	6.000.000
Mediana Empresa	36.480.000	120.000.000	177.600.000	44.880.000	48.000.000

Valores expresados en \$, excluido el IVA y el impuesto interno que pudiera corresponder.

Además de considerar las ventas anuales, para determinar la condición de PYME se deben tener en cuenta otros parámetros como ser: el personal ocupado y el capital productivo (neto de amortizaciones), según las resoluciones 401/89, 208/93 y 52/94 del Ministerio de Economía.

En el cuadro que se encuentra a continuación se detallan los valores, según las resoluciones expresadas en el párrafo anterior, para ser una PYME según los diferentes sectores

## **CUADRO III**

<u>Sector Tamaño</u>	<u>Industrial</u>	<u>Comercio y Servicios</u>	<u>Minero</u>	<u>Transporte</u>	<u>Agropecuario</u>
Personal Ocupado	300	100	300	300	
Ventas Anuales	18.000.000(*)	12.000.000(*)	18.000.000(*)	15.000.000(*)	1.000.000(*) (**)
Capital Productivo	10.000.000	2.500.000	10.000.000		3.000.000

(\*) Valores expresados en \$, sin IVA ni impuestos internos.

(\*\*) En lugar de Ventas se tomara el Ingreso Bruto Anual.

### **C) SITUACION ACTUAL**

Debido a la crisis del año 2.001 la mayoría de las PYMEs que lograron sobrevivir lo hicieron en un contexto no muy favorable, tanto desde el punto de vista de las condiciones del mercado como del apoyo político-institucional.

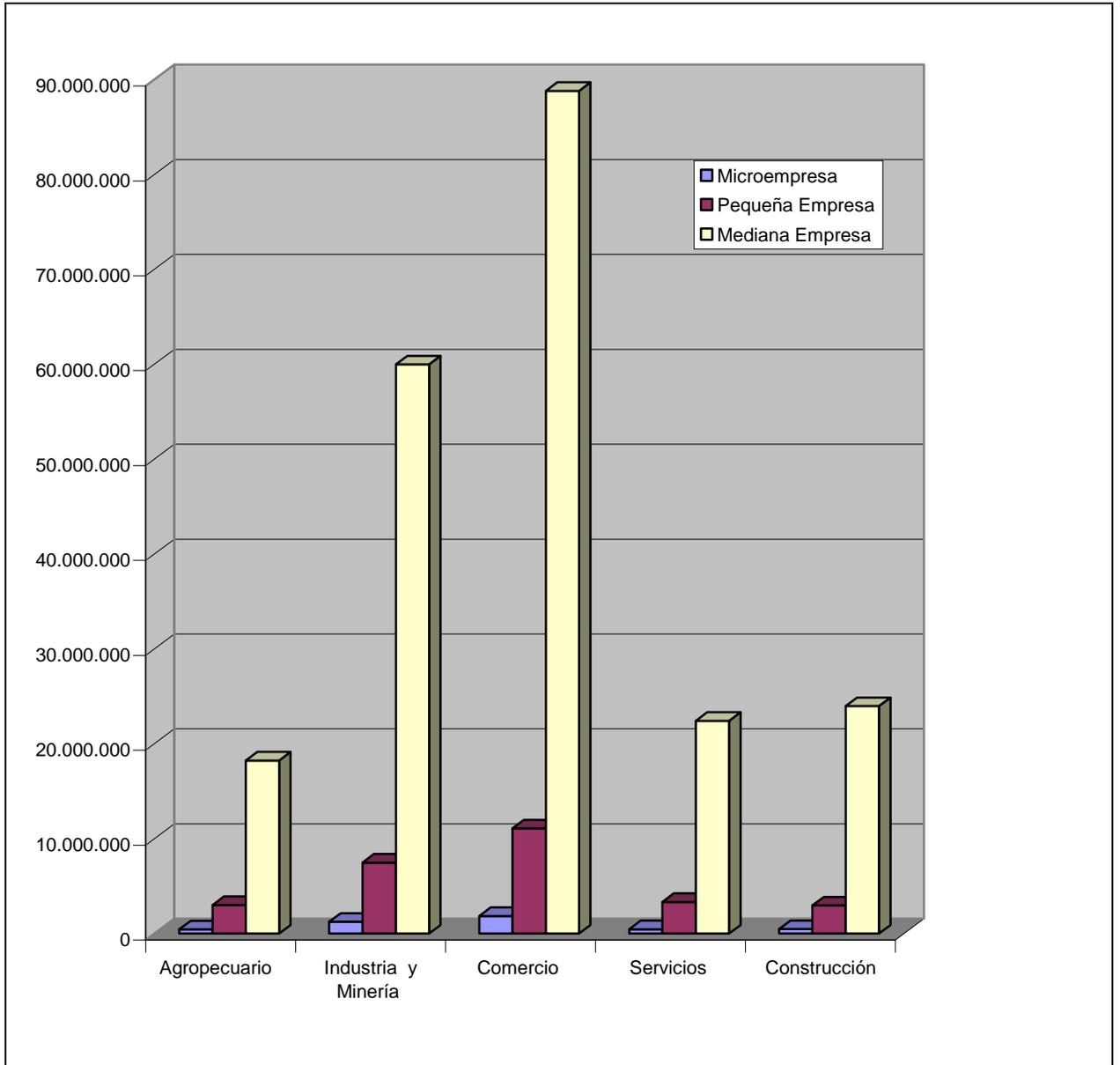
La capacidad productiva de este tipo de empresas se caracteriza en la gran mayoría de los casos por tener gran precariedad técnica, baja productividad, poco grado de internacionalización, etc. Por un lado se ve un elevado índice de mortalidad de empresas, y por otro lado se ha visto afectada la tasa de creación de nuevas empresas.

En lo que respecta al financiamiento la Cámara Argentina de Comercio considera que el racionamiento y el alto costo de crédito que sufren las PYMEs ha creado un prejuicio respecto a su nivel de competitividad con otras empresas que cuentan con capacidad de financiamiento propio o en mercados internacionales.

Adicionalmente señala que la banca ha priorizado una estrategia de crédito orientada más hacia el consumo y al sector público que a la inversión real y al sector privado y que no se ha logrado desarrollar un mercado de capitales accesible para la PYME ni instrumentos que complementen la función de la banca.

## GRÁFICO I

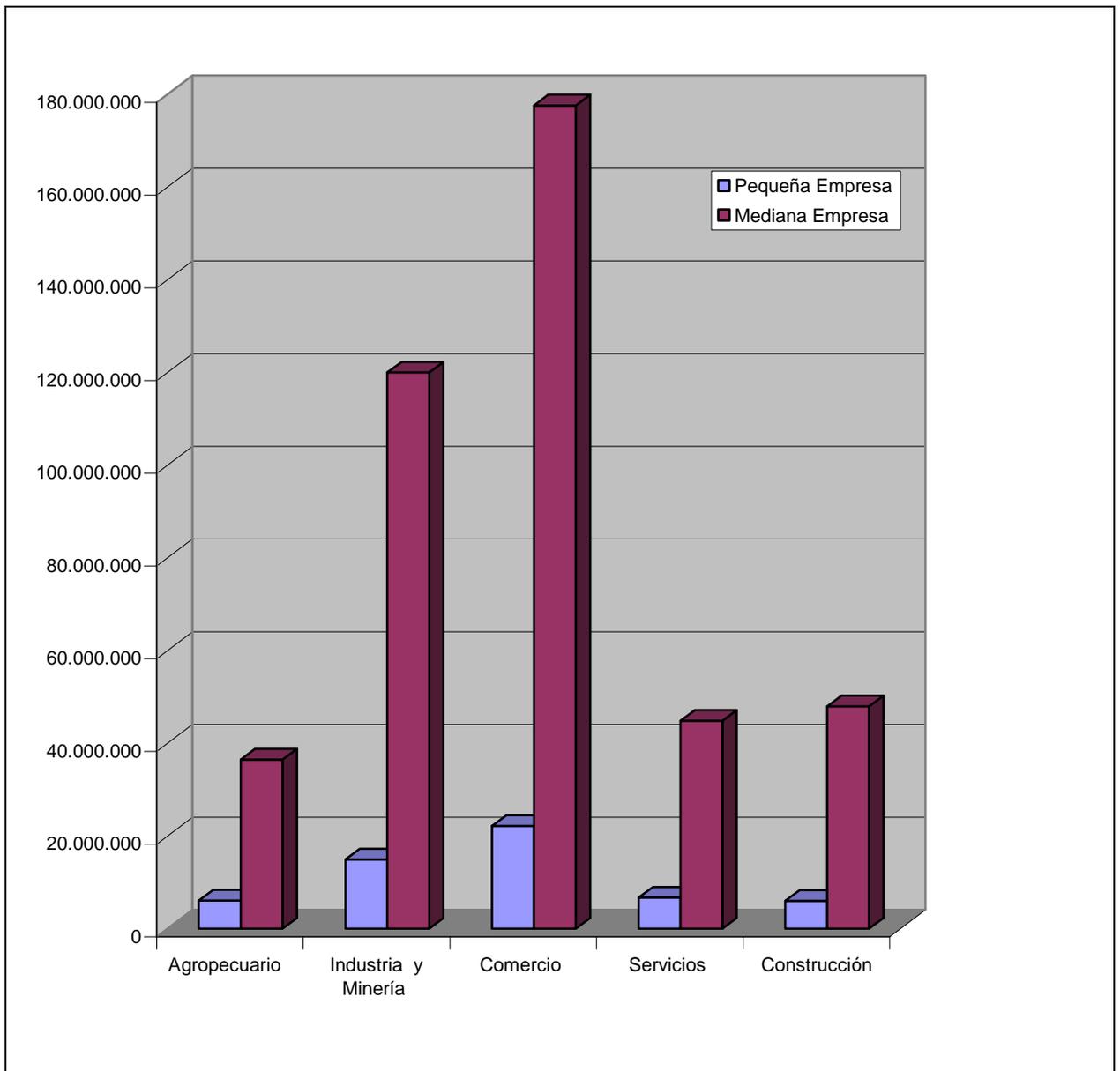
### CLASIFICACIÓN DE PYMES SEGÚN LAS VENTAS ANUALES (en pesos)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Disposición 147/2006 del Ministerio de Economía.

## GRÁFICO II

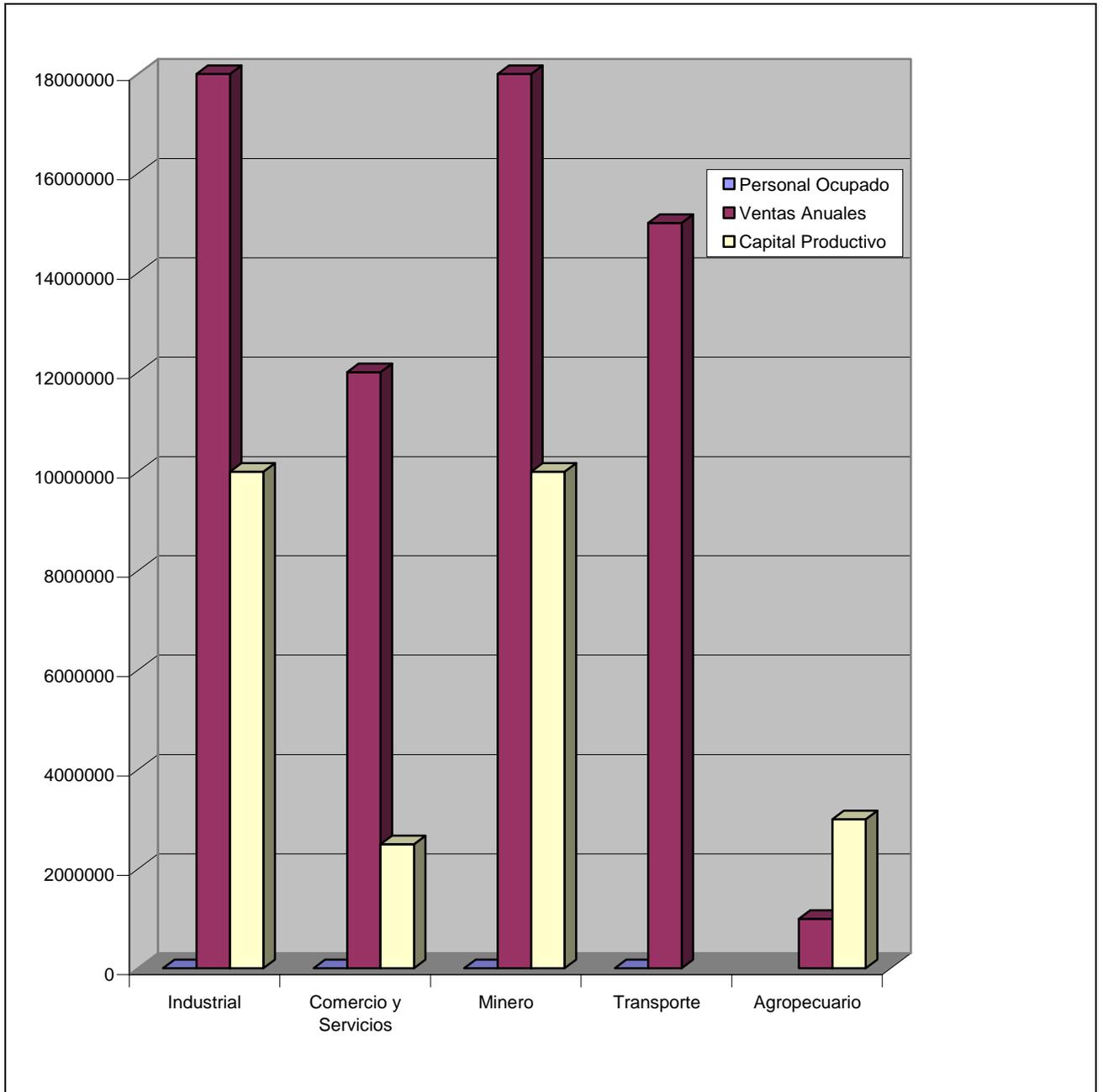
### CLASIFICACIÓN DE PYMES PARA LA EMISIÓN DE ACCIONES Y/U OBLIGACIONES NEGOCIABLES (en pesos)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de montos dispuestos por la Comisión Nacional de Valores para el acceso al mercado de capitales.

### GRÁFICO III

#### **CLASIFICACIÓN DE PYMES CONSIDERANDO OTROS PARÁMETROS COMO SER CAPITAL PRODUCTIVO Y PERSONAL OCUPADO** (en pesos)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de las Resoluciones 401/89, 208/93 y 52/94 del Ministerio de Economía.

## **3.2. FIDEICOMISOS**

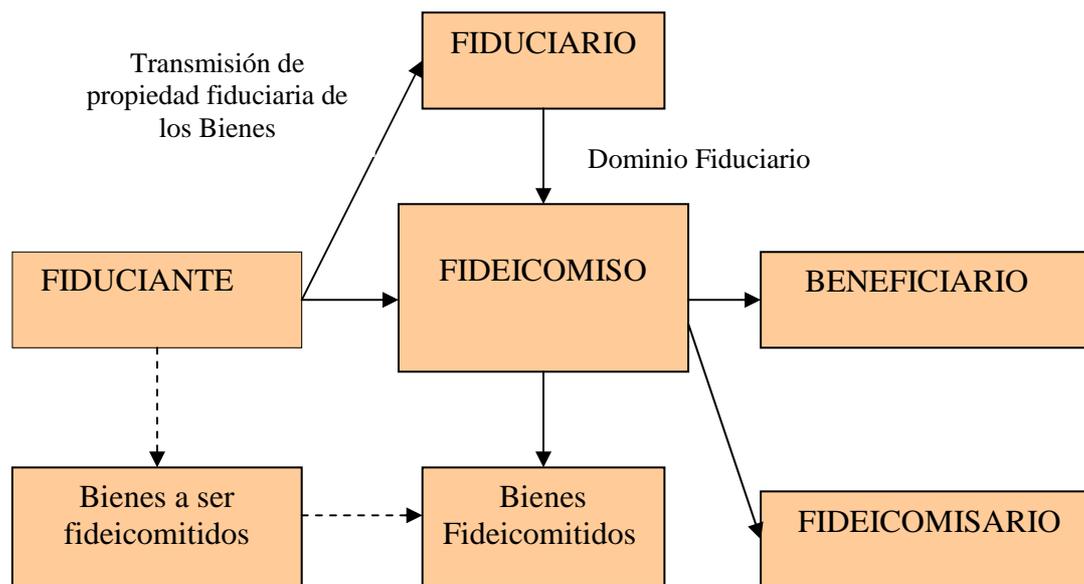
### **A) DEFINICION**

Según lo define la Ley 24.441, “habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario”.(4)

Podemos decir que la palabra “fiduciario” proviene del latín (“fiducia”) y significa confianza, mientras que fideicomiso que también proviene del latín (“fideicommissum”) se traduce como “confiado”.

Fiduciante es quien transmite los bienes en fideicomiso y estipula las condiciones del contrato; fiduciario es quien los recibe en carácter de propiedad fiduciaria con obligación de dar a los bienes el destino previsto en el contrato; beneficiario es quien recibe los beneficios de la administración fiduciaria; fideicomisario es el destinatario final de los bienes cumplido el plazo o condición estipulada en el contrato. Por lo general, beneficiario y fideicomisario son la misma persona.

### **CUADRO IV**



La transmisión del dominio de los bienes implica que ellos conforman un nuevo patrimonio de afectación. Los bienes son previamente determinados y el fiduciario debe darles un destino específico. El objetivo es lograr un resultado que se transmitirá a los beneficiarios cumpliendo las condiciones previstas en el funcionamiento del fondo fiduciario.

No se trata de una promesa de cumplimiento, sino que la condicionalidad está íntimamente inserta en la figura del fideicomiso. Si no se cumplen las condiciones, no se logran los resultados previstos y, por ende, no se da cumplimiento a la finalidad perseguida.

El fideicomiso es, en definitiva, un negocio por medio del cual una persona transmite la propiedad de ciertos bienes con el objeto de que los mismos sean destinados a cumplir un fin determinado. Por intermedio de esta conceptualización surgen dos aspectos claramente definidos. Uno es la transferencia de la propiedad del bien, y el otro un mandato en confianza.

Lo que sí es claro es que el fideicomiso no constituye un fin en sí mismo, sino que es un vehículo para dotar de mayor seguridad jurídica a un negocio determinado. El

“adquirente” es el receptor de determinados bienes que se mantienen separados del patrimonio de los demás sujetos que participan en el negocio y del suyo propio. La propiedad que aquél ostenta desde el punto de vista jurídico carece de contenido económico, pues éste le pertenece al beneficiario o bien al fideicomisario, que puede ser el propio transmitente (fiduciante).

El objeto del contrato, conforme lo establece la citada ley, puede ser toda clase de bienes, entre las que se encuentran los bienes fungibles. Existen limitaciones a los bienes a transmitir en propiedad fiduciaria, como ser el caso de los objetos que no tienen dueño, o han sido abandonados. Pero salvo raras excepciones como las nombradas recientemente, casi no existen limitaciones.

La ley califica a lo recibido por el fiduciario como propiedad fiduciaria, por lo que ella será dominio fiduciario si se trata de cosas (muebles o inmuebles) y propiedad fiduciaria, propiamente dicha, si ésta recae sobre objetos inmateriales o incorporables susceptibles de valor como ser en los siguientes casos: créditos, derechos y marcas.

El fiduciario no es un adquirente equiparado al que asume comúnmente el dominio de la propiedad de un bien que es objeto del acto transmisivo. Cuando nos referimos al dominio resulta útil recordar que el Código Civil distingue dos clases de dominio: el perfecto o pleno y el dominio que llama imperfecto o menos pleno. Dentro de este último separa tres subespecies: el dominio fiduciario, el dominio revocable y el dominio que resta al dueño perfecto, que ha gravado la cosa que es su objeto, con un derecho real a favor de un tercero, como la servidumbre o el usufructo.

Por su parte, el dominio perfecto tiene tres caracteres: es exclusivo (lo que supone que dos personas no pueden tener cada una “en el todo” el dominio de una cosa; de lo contrario sería un condominio); es perpetuo (pues subsiste independientemente de su ejercicio salvo que otra persona lo adquiriera por prescripción) y es absoluto (en el sentido de que es el derecho real que confiere el máximo de facultades a su titular dentro de los límites de la ley).

De las características descriptas del dominio perfecto, el dominio o propiedad fiduciaria sólo presenta el carácter de “exclusivo”, ya que se trata de un dominio

imperfecto. Es temporario ya que como máximo puede durar 30 años contados desde la fecha de su constitución (salvo que el beneficiario fuera incapaz, en cuyo caso podrá durar hasta su muerte o cese de su incapacidad). Carece asimismo del carácter absoluto, por cuanto los bienes que se transfieren al dominio fiduciario para cumplir con la finalidad especificada en el contrato. El fiduciario podrá disponer o gravar los bienes fideicomitidos, sólo si así lo requieren los fines del fideicomiso.

Conforme lo establecido en la Ley 24.441 el fiduciario no adquiere “para sí” los bienes que se le transmiten, por ende los mismos no ingresan al patrimonio personal del fiduciario, quien sólo tendrá la titularidad formal, con el dominio de la cosa inmueble o mueble susceptible de registro, inscripto a su nombre, lo que confiere la necesaria legitimación sustancial para proceder a su disposición.

El acto de transmisión del dominio o la propiedad no es gratuito ni oneroso para el fiduciario, ya que su valor económico es neutro, pues recibe los bienes a título de confianza, para cumplir los fines instruidos por el fiduciante. Al no integrar los bienes transmitidos el patrimonio personal del fiduciario, la ley otorga el carácter de patrimonio separado. Por lo cual los bienes fideicomitidos están fuera de la acción de los acreedores del fiduciario, fiduciante y del beneficiario. Así mismo la Ley dispone que los bienes del fiduciario no responden por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso “las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos”.

De ello se desprende que salvo dolo o culpa, si existe insuficiencia del patrimonio fideicomitado para atender las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, no dará lugar a la declaración de su quiebra, sino que se procederá a su liquidación.

## **B) DISTINTOS TIPOS DE FIDEICOMISOS**

Según los fines que persiguen los fiduciantes en los contratos, el fideicomiso se puede clasificar de diversas formas, entre las cuales podemos mencionar las siguientes:

*Fideicomiso de garantía:* Puede reemplazar, con ventajas, a la hipoteca y a la prenda de una deuda. Para ello el fiduciante transfiere un bien (una cosa inmueble o mueble) en

propiedad fiduciaria, garantizando una obligación que mantiene a favor de un tercero, con instrucciones de que, no pagada la misma a su vencimiento, el fiduciario procederá a disponer la cosa y con su producido neto desinteresarse al acreedor y el remanente líquido que restare, lo reintegre al fiduciante. En el respectivo contrato de fideicomiso se adoptarán todas las previsiones necesarias, incluyendo sobre la forma de acreditar la mora del fiduciante deudor para con su acreedor, beneficiario de la garantía. Se aprecia que de ese modo se evitan los trámites de ejecución judicial, con la rapidez y economía que ello supone, no olvidando que el bien fideicomitado queda fuera de la acción de los otros acreedores del fiduciante y de los que lo sean del fiduciario, dado que constituye un patrimonio separado. Por otra parte, queda fuera también del concurso de cualquiera de ellos (fiduciante y fiduciario), evitándose todo trámite de verificación (salvo la acción de fraude que se hubiere cometido respecto de los acreedores del fiduciante).

*Fideicomiso testamentario*: Este tipo de fideicomisos pueden constituirse por contrato o testamento, y solo podrá ser sobre bienes determinados, impidiendo que se haga sobre la universalidad de los bienes. De esta manera el fiduciante puede imponer la indivisión de los bienes fideicomitado durante 30 años a partir de su deceso o incluso por un plazo mayor, si el beneficiario fuera un incapaz. Este tipo de fideicomisos dependiendo de quien sea el beneficiario y quien el fideicomisario y de los derechos hereditarios que cada uno de ellos posea, puede en ciertos casos representar una desnaturalización del derecho sucesorio pudiendo los perjudicados oponerse en caso de verse afectada su legítima. La sustitución fideicomisaria es aquella por la cual el autor de la sucesión encarga a su sucesor conservar los bienes durante toda su vida, para transmitirlos al morir a una segunda persona que designa, de este modo puede el autor determinar la sucesión hereditaria de los bienes de generación en generación. En este tipo de sustituciones la persona que recibe los bienes en primer lugar es el fiduciario, y quien los recibirá a la muerte de este es el fideicomisario. En nuestro país este tipo de sustitución esta prohibida, conforme lo establece el código civil, sostiene que estas sustituciones que establecen un orden de sucesión en las familias son un obstáculo al desenvolvimiento de la riqueza y a los intereses económicos. Además también se truncaría de este modo el derecho legitimario de los herederos consignado en el código civil.

*Fideicomiso inmobiliario:* Su amplitud puede ser, también, muy variada. Será muy útil utilizarlo en la ejecución de proyectos inmobiliarios que requieren la presencia de varias partes con intereses contrapuestos, cuya armonización y recíproca seguridad hace necesaria la presencia de una entidad que ofrezca una garantía suficiente a quienes participen de la operación. El banco u otra entidad financiera interviniente, en calidad de fiduciario, puede ser el punto de equilibrio entre las partes, que confiera la imprescindible confianza entre todas ellas. Póngase como ejemplo la construcción de un edificio con unidades a distribuir entre quienes resulten adjudicatarios bajo el régimen de la propiedad horizontal.

Confluyen en el negocio intereses diversos, en conexión recíproca, como entidades que concedan créditos, constructores y arquitectos que realicen los trabajos, ingenieros y calculistas, entidades municipales que deban conceder los permisos y autorizaciones que correspondan, entidades de control ambiental, el o los propietarios del terreno donde se hará la construcción, escribanos que proyecten y otorguen oportunamente los instrumentos legales pertinentes, y su inscripción en los registros de ley, etc.

La presencia de todos estos interesados logra conciliarse con ventaja, cuando una entidad financiera especializada ejerce la titularidad del inmueble, como propiedad fiduciaria y ofrece plena seguridad de que el negocio se desarrollará con respeto de todos los intereses involucrados y según lo convenido.

*Fideicomiso de seguros:* Las buenas intenciones del jefe de familia que contrata un seguro de vida para que el día que fallezca, su esposa e hijos reciban una suma importante que les permita una digna subsistencia, pueden malograrse si ocurrido el siniestro los beneficiarios de la indemnización que abone la Compañía aseguradora, administren mal lo recibido y en poco tiempo consuman el importe cobrado. Es una preocupación que nunca descarta quien contrata tal seguro, la que puede soslayarse por la vía de un fideicomiso debidamente constituido. El asegurado nombra como beneficiario a un banco u otra entidad financiera de su confianza, y contemporáneamente celebra con el mismo un contrato de fideicomiso, designándolo fiduciario del importe a percibir de la aseguradora, fijando su plazo y especificando todas las condiciones a las que debe ajustarse aquél en cumplimiento de los fines instruidos (inversiones a efectuar, beneficiarios de las rentas, destino final de los bienes, etc.).

Fideicomiso de administración: responde a la conveniencia del fideicomitente en relevarse de la administración de sus bienes, por razones de edad, de ocupación o por comodidad.

Fideicomiso de inversión: constituye una modalidad del fideicomiso de administración. Con él, se procura un rendimiento de los bienes que se optimiza por el manejo profesional que realiza el banco.

Fideicomiso de administración con control judicial: Este tipo de fideicomiso se establece para las asociaciones civiles con personería jurídica, dedicadas a la actividad deportiva de cualquier índole, que en casos de quiebras decretadas o concursos preventivos, se constituya un fideicomiso de administración a cargo de un órgano fiduciario con el fin de administrar dichas entidades. Este órgano fiduciario, que se supone experto en crisis concursales, se compone de un contador, un abogado y un experto deportivo, quienes trabajan en forma conjunta y quienes a su vez son controlados por un juez. El fin de este órgano fiduciario es que tres expertos en distintas áreas unan sus esfuerzos a fin de solucionar la crisis por la que atraviesa la entidad y mantener la continuidad de la misma, además de establecer las causas que la llevaron a la quiebra. Una de las actividades encargadas a este órgano es la consolidación del pasivo sobre el cual una vez determinado se emitirán certificados representativos, nominativos y endosables a los acreedores. Las bases sobre las que se apoya la normativa legal son el deporte como derecho social, el generar ingresos genuinos a fin de poder sanear el pasivo y garantizar a los acreedores el cobro de sus créditos y superando el estado de insolvencia garantizar la continuidad de la institución.

Fideicomiso financiero: Es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, 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 beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos.

En el marco de la ley 24.441 el fideicomiso financiero es tratado como una especie del género fideicomiso, estableciendo que le son de aplicación las reglas generales previstas en la misma ley ("sujeto a las reglas precedentes"). El fideicomiso financiero, entonces,

se encuentra sujeto a todas las reglas aplicables al fideicomiso general con las modificaciones específicas que se establecen a su respecto.

Una característica esencial del fideicomiso financiero es que el fiduciario debe, necesariamente, ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar en tal carácter.

Es necesario considerar en este contrato lo siguiente:

- \* La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, deberá constar la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes.
- \* La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.
- \* El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta (30) años desde su constitución.
- \* El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso.
- \* Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare.
- \* La individualización del o de los fiduciantes, fiduciarios y fideicomisarios, si los hubiere.
- \* La identificación del fideicomiso.
- \* El procedimiento de liquidación de los bienes, frente a la insuficiencia de los mismos para afrontar el cumplimiento de los fines del fideicomiso.
- \* La rendición de cuentas del fiduciario a los beneficiarios.
- \* La remuneración del fiduciario.
- \* Los términos y las condiciones de emisión de los certificados de participación y / o los títulos representativos de deuda.
- \* Las denominadas condiciones de emisión son el producto de la voluntad unilateral del emisor de los títulos valores, aceptadas por adhesión por el adquirente originario de los títulos valores. La ley 24.441 no reglamenta el contenido de las condiciones de emisión, las que quedan sujetas a la libre voluntad del emisor, sin perjuicio de las facultades de la Comisión Nacional de Valores.

En virtud del objeto de estudio del presente trabajo analizaremos en profundidad el Fideicomiso financiero.

### **C) FIDEICOMISO FINANCIERO, MARCO LEGAL**

Según lo expresa la ley 24.441 el fideicomiso financiero “... es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, 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 de deuda garantizados con los bienes así transmitidos...”. (5)

En la ley, el fideicomiso financiero es tratado como una especie de género, por lo que son de aplicación las reglas generales previstas en la misma. Sin embargo, se diferencia respecto del fideicomiso común en la necesidad de que el fiduciario financiero deba ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para actuar como tal.

La CNV define que “...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...” (6)

De conformidad con el artículo 19 de la ley 24.441 sólo pueden ser fiduciarios las entidades financieras autorizadas a actuar como tales en la ley de entidades financieras (21.526) o las sociedades especialmente autorizadas por la CNV. Sin embargo, la resolución general 290/1997 introduce limitaciones en cuanto a las vinculaciones societarias que puedan existir entre el fiduciario y el fiduciante. Establece por ejemplo que el fiduciario y el fiduciante no podrán tener accionistas comunes que posean en conjunto el 10% o más del capital fiduciario y del fiduciante, o de las entidades controlantes del fiduciario o del fiduciante. El fiduciario tampoco podrá ser sociedad vinculada con el fiduciante o accionista que posean más del 10% del capital del fiduciante. Lo que la ley procura con estas limitaciones es mantener la independencia

entre fiduciario y fiduciante a efectos de no alterar la figura superponiendo o confundiendo los roles de cada uno.

Los beneficiarios son los inversores o ahorristas que adquieren los títulos valores respaldados por los activos transmitidos en fideicomiso. Sin embargo, su identificación solamente será determinable en el momento en que los mismos ejerzan sus derechos incorporados a los títulos valores que se emitan, en virtud de la naturaleza circulatoria de los títulos. Respecto de los beneficiarios nos encontramos con dos tipos bien diferenciados: por un lado, el titular de los certificados de participación en el dominio fiduciario, y por el otro, el titular de los títulos representativos de la deuda garantizados con los bienes así transmitidos.

En lo que respecta al fideicomiso financiero, la ley lo remite a lo dispuesto en el artículo 4 de la misma exigiéndole además para este género las condiciones de emisión de los certificados de participación o títulos representativos de deuda. Entre las condiciones del artículo 4, pueden mencionarse las siguientes:

- la individualización de los bienes objeto del contrato;
- la determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso;
- el plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, que nunca podrá superar los 30 años contados desde su constitución;
- el destino de los bienes a la finalización del fideicomiso;
- los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare;
- la individualización del o de los fiduciantes, fiduciarios y fideicomisarios, si los hubiere;
- la identificación del fideicomiso;
- el procedimiento de liquidación de los bienes, en caso de insuficiencia de los mismos para afrontar el cumplimiento de los fines del fideicomiso;
- la rendición de cuentas del fiduciario a los beneficiarios;
- la remuneración del fiduciario;
- los términos y condiciones de emisión de los certificados de participación y/o los títulos representativos de deuda, y
- las condiciones de emisión que son el producto de la voluntad unilateral del emisor de los títulos valores y, por ende, no se encuentran reglamentados en la ley.

Teniendo en cuenta que las emisiones de títulos valores con oferta pública tienen como punto de partida el prospecto, deberán establecerse como condiciones de emisión, lo siguiente:

- Identificación del emisor.
- Descripción de las características de los títulos valores ofrecidos y de los derechos de los beneficiarios.
- Calificación de riesgo obtenida y calificadora actuante (de existir).
- Período de suscripción.
- Forma de integración.
- Entidad en la que cotizarán los títulos valores.
- Lista y domicilio de los agentes colocadores.

La ley dispone que los certificados de participación sean emitidos por el fiduciario, mientras que los títulos representativos de deuda garantizados por los bienes fideicomitidos pueden ser emitidos por el fiduciario o terceros. En el caso de los certificados de participación resulta necesaria la transferencia del dominio fiduciario de los activos securitizados al fiduciario, situación que no se plantea en los dominados títulos representativos de la deuda.

Tanto los certificados de participación como los títulos representativos de la deuda pueden ser al portador, nominativos endosables o nominativos no endosables.

#### **D) SECURITIZACIÓN**

Se describe a la securitización como el proceso mediante el cual determinados activos ilíquidos son convertidos en títulos valores negociables, buscando este procedimiento agrupar determinados activos ( derechos de cobro presentes o futuros), según ciertas condiciones de homogeneidad, a los efectos de que los mismos se transfieran a un patrimonio separado (lo que se denomina vehículo), en virtud del cual se obtendrá financiamiento a partir de la emisión de títulos valores con derecho de participación sobre dichos activos.

Se puede securizar con distintas finalidades para:

1. obtener recursos mediante la venta de los derechos de cobro (es asimilable a la venta de una cartera);
2. lograr financiación mediante la emisión de deuda con garantía limitada a los derechos de cobro que surgen del patrimonio separado del tomador; y
3. encarar un negocio de inversión colectiva bajo una forma jurídica distinta al contrato de sociedad.

Los activos a securitizar pueden ser tanto derechos reales como derechos financieros (como ser derechos de cobro o valores negociables).

Esta alternativa ha modificado sustancialmente la forma tradicional de financiamiento en el cual las entidades financieras intermediaban entre la oferta y demanda de dinero, profundizando así la tendencia actual a la desintermediación, ya que la securitización pone en contacto directo a los inversores y los tomadores de dinero.

El proceso de sustitución de activos líquidos por los activos disponibles coloca a quien inicia el proceso de securitización (el encargado de armar el conjunto de activos subyacentes) en una mejor situación al poder darles valor de mercado a créditos que antes no tenían, al posibilitar que estos activos (que no son endosables) sean transmisibles en el mercado secundario. Por su parte, si el citado encargado es una entidad del sistema financiero, este proceso lo puede colocar en una situación mejor, ya que al separar los activos de su balance le permite mejorar las relaciones técnicas afectadas, pues como resulta lógico a un mayor riesgo corresponde una mayor responsabilidad patrimonial computable. A través de este proceso, la entidad financiera mejora su capacidad crediticia al reducir su grado de inmovilización a partir de la separación de su patrimonio de activos con largos períodos de recupero.

Los sujetos en el proceso de securitización son los siguientes:

- \* El originador: es el encargado de agrupar los créditos a transmitir en calidad de acreedor original de los mismos. Generalmente mantiene para sí la administración de estos créditos percibiendo por ello una comisión.
- \* El administrador (“servicer”): es el responsable de la administración de la cartera de créditos, efectuando la cobranza de los activos transmitidos. Puede ser el originador o

un tercero. Suministra periódicamente información al emisor o “issuer” (también denominado fiduciario) y a los tenedores de los títulos valores y certificados de participación respecto de los temas que son de su interés.

\* Vehículo emisor (“issuer”) o fiduciario: la figura del fiduciario tiene por objeto mantener aislado el patrimonio separado. Por esta razón, éste se encuentra en un punto intermedio entre el originador y los inversores, recibiendo los activos a securitizar (que se van a mantener fuera del patrimonio del fiduciante y del suyo propio) y emitiendo los títulos o certificados garantizados por los activos subyacentes.

\* Tomador/colocador (“underwriter”): función desempeñada por entidad financiera, banco de inversión o agente bursátil, mediante la celebración de un contrato con el emisor que tiene por objeto la colocación de los títulos valores en oferta pública o privada. Cuando la oferta es pública, el “underwriter” suscribe los títulos para revenderlos o bien conservarlos en su cartera, mientras que en la oferta privada se limita a actuar como intermediario.

\* Inversor: es el ahorrista que adquiere los títulos valores respaldados por los activos transmitidos en fideicomiso.

Calificadora de riesgo: a partir del decreto 749/2000 se eliminó el requisito de obtener la calificación de riesgos por parte de dos calificadoras habilitadas.

La calificación es, pues, una señal que se dirige a los interesados con información sobre la capacidad de pago de las emisores de obligaciones negociables u otros valores de renta Fija. Respecto de los valores de deuda, la calificación de riesgo consiste en evaluar la capacidad de su emisor de atender, regularmente y en los tiempos previamente fijados, el pago de los servicios del préstamo. En el caso de los valores negociables fiduciarios, no es la situación económica, financiera o patrimonial del fiduciario el objeto de la evaluación, sino que el conjunto de bienes a fideicomitir.

En virtud de lo establecido en el decreto 656/1992, los valores de calificación pueden ser A, B, C, D y E. Como resulta lógico, la calificación A corresponde a los valores de mejor calidad y más bajo riesgo. A partir de allí comienza un orden de creciente hasta llegar a D que corresponderá a los valores de menor calidad y mayor riesgo. Dentro de las categorías indicadas, las calificadoras pueden crear subcategorías con el fin de brindar un mayor detalle del riesgo crediticio de las emisiones sujetas a calificación.

Los dictámenes de calificación deben ser remitidos a la CNV y a las bolsas donde la emisora cotice sus valores, siendo publicados en el Boletín Oficial y en el Boletín Informativo de la respectiva Bolsa. La calificación no solamente se realiza en forma previa a la colocación del título valor de que se trate sino que la misma es permanente y deberá ser actualizada al menos trimestralmente, en función de los datos que surjan de los estados contables del fideicomiso y demás antecedentes que obtenga la calificadora.

Existen asimismo otros sujetos como el depositario (que puede ser el propio originante, un tercero o el fiduciario y es el responsable de la guarda física de los activos transmitidos); y el garante (cuya tarea puede ser desempeñada por una entidad financiera que ofrece su garantía como respaldo adicional a la emisión de los títulos).

La forma de instrumentar la transmisión de los activos subyacentes en la securitización se conoce genéricamente como Asset Backed Securities (títulos respaldados por activos). Sin embargo y atendiendo las distintas características de cada negocio internacionalmente, se conocen tres tipos básicos de securitizaciones:

\* Pass through: En este proceso, los créditos son transmitidos desde el originador o acreedor original en fideicomiso a un fiduciario mediante venta, cesión o endoso (dependiendo la modalidad de transmisión del tipo de crédito). El fiduciario emite certificados de participación para colocarlos entre los inversores y el originador se desprende de sus créditos (que desaparecen de su activo). En esta variante, normalmente el acreedor original mantiene para sí la administración del conjunto de activos, percibiendo por ello una comisión. Los pagos de los deudores de los créditos cedidos se depositan en la cuenta del fideicomiso, destinándose esos fondos a pagar en primer lugar, los servicios de intereses y amortización de los certificados de participación y los demás gastos.

\*Asset Backed Bonds: Por intermedio de esta figura, se emiten títulos de deuda y, por ende, los créditos afectados en garantía permanecen en el activo del emisor y los títulos emitidos integran su pasivo. A diferencia del caso anterior, los servicios de intereses y administración se satisfacen con los ingresos globales del emisor, sin afectación específica de la recaudación proveniente de los créditos afectados en garantía la cual se confunde con los otros ingresos del emisor. En esta estructura, influyen la solvencia y liquidez general del mismo en la decisión de los inversores y no así la calificación

crediticia específica de los activos afectados, por lo que puede llegar a ser necesario ofrecer garantías a satisfacción de los interesados durante el plazo de duración de los títulos.

\*Pay through bonds: Esta estructura financiera combina elementos de las dos anteriores. Por un lado, los créditos son transmitidos por el acreedor original, pero los títulos se muestran como pasivo en su patrimonio. Sin embargo, se diferencia de la figura del “asset back bond” que en virtud de que los servicios a pagar (intereses y amortizaciones) se atienden con los fondos provenientes de los créditos cedidos, asemejándose de esta forma a la primera de las figuras comentadas (“pass through”).

Existen tres tipos de vehículos para la securitización:

1. Sociedades de objeto específico: constituidas especialmente para desarrollar un negocio particular, con restricciones estatutarias que tienen por objeto limitar los actos de gobierno de las mismas. Sin perjuicio de ello, no puede limitarse legalmente los riesgos de asunción de pasivos extraños al negocio de que se trate.
2. Fondos comunes de inversión cerrados: con forme la ley, estos fondos comunes de inversión son patrimonios que pertenecen en co- propiedad a un conjunto de inversores (los cuotapartistas), y son administrados por una sociedad gerente bajo la custodia de una sociedad depositaria. Esta Figura constituye una primera alternativa para securitización.
3. Fideicomiso financiero (regulado por la ley 244411): se entiende como tal aquel fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una entidad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores y los beneficiarios son titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de los títulos representativos de deuda garantizados con los bienes transmitidos.

La principal ventaja que poseen tanto los fondos comunes de inversión como los fideicomisos financieros respecto de las sociedades de objeto específico, es que permiten aislar el negocio cuya financiación se encara, de los riesgos que no le son propios.

Básicamente el procedimiento es el siguiente: la entidad que se encuentra buscando financiamiento selecciona parte de los activos de su patrimonio y los transfiere a uno separado que puede ser un fideicomiso o fondo cerrado o una sociedad de objeto

especifico. El administrador (que en el fideicomiso se denomina fiduciario) emite valores negociables respaldados en los activos titulizados. De tratarse de una colocación de oferta pública, resultará necesaria la autorización de la CNV. Con el producido de las colocaciones de los valores negociables, se le abona al titulizante (fiduciante en el fideicomiso) el precio de los activos transferidos.

Con el fin de mejorar la cotización (y con ello el importe a percibir por la titulización) se puede mejorar la calidad crediticia de los valores, es decir, reducir su riesgo. Para ello suelen utilizarse dos técnicas: la emisión de clases diferentes con derechos específicos (una clase de valores “señor” con un derecho de cobro preferente, una clase de valores intermedios o certificados “b” subordinada al primero de los valores y una clase totalmente subordinada a las dos anteriores o “certificado de participación”). Otra forma de reducir el riesgo es la de emitir títulos valores por un valor nominal inferior al de los activos titulizados, generándose en consecuencia una sobregarantía que refuerza el pago de los títulos. Normalmente los certificados totalmente subordinados quedan en poder del titulizante o de inversores sofisticados que están habituados a tomar este tipo de riesgo, aun cuando no es muy común encontrarlos.

Por último, la entidad titulizante, generalmente continúa con la administración de los activos titulizados, ya no en condición de propietario sino como agente del fiduciario.

En el proceso descrito, la entidad habrá usado parte de sus activos para financiarse normalmente a un costo inferior del que hubiera tenido que pagar para obtenerlos en el mercado, ya sea tomando un préstamo bancario o mediante a emisión de obligaciones negociables.

La ventaja principal de la securitización es la posibilidad de obtención de financiamiento a un costo más bajo que el de las alternativas tradicionales. Este costo menor se logra básicamente en virtud de que los activos son separados del titular y, por ende, no se encuentran alcanzados por el riesgo asociado al mismo, obteniendo de esta forma una calificación de riesgo mejor que el de la empresa o de las obligaciones negociables que la misma pudiera emitir.

El proceso de securitización reporta numerosos beneficios a las partes intervinientes. Uno de los principales es: una herramienta apta para la obtención de financiamiento en el mercado a costos más bajos que el de las alternativas estándares. Esto es posible gracias a que los activos securitizados son separados del riesgo de la empresa que los originó, lo cual permite asignar a los valores negociables una calificación más alta al de la originante o la de otros pasivos que ella pudiera emitir (obligaciones negociables por ejemplo). De este modo, se logra una fuente de financiamiento fuera del balance y se posibilita el acceso a recursos del mercado de capitales a más bajo costo para empresas que en otras condiciones se encontrarían imposibilitadas. Como resumen de los beneficios se puede citar:

- Aumenta el grado de liquidez de los activos de la empresa al poder transformar en efectivo ciertos activos relativamente inmovilizados (mediante el proceso de transformación de los mismos en valores negociables) le otorga una mayor liquidez a la empresa.
- Mejora la capacidad prestable de las entidades financieras. Para éstas la securitización representa una nueva fuente de financiamiento a las alternativas tradicionales (depósitos, RPC y las otras formas de endeudamiento como lo son las obligaciones negociables). Sobre la base de los préstamos securitizados se obtienen recursos que realimentan la originación y mejoran la rentabilidad vía un aumento en la rotación de los activos.
- Estimula el crédito a largo plazo. Producto de la reducción del riesgo de liquidez se incentiva el crédito a largo plazo al permitirles a las entidades financieras no tener que calzar los préstamos al plazo promedio de los depósitos.
- Mejora los ratios del balance en especial el índice correspondiente a la relación “deuda/capital propio” al permitir el financiamiento por fuera del balance.
- Permite la emisión de valores con mejor calificación de riesgo que la del emisor. Al separar los activos subyacentes del patrimonio del emisor (fiduciante) se los aísla de los riesgos inherentes al desenvolvimiento de la empresa que los originó. Si los activos fideicomitidos son de buena calidad pueden recibir una mejor nota (por parte de la calificadora de riesgo) que la que podría obtener el fiduciante, si se emitiera por ejemplo obligaciones negociables.
- Reduce los costos de financiamiento. Directamente ligado al punto anterior al obtenerse una mejor calificación, por lógica consecuencia, se obtiene un menor costo de financiamiento comparativamente a las otras fuentes de financiamiento (tales como as

nuevas emisiones de capital, obligaciones negociables o préstamos de entidades financieras). Si bien los riesgos inherentes a los activos son los más importantes, también deben tenerse presente los relacionados con el administrador, el fiduciario y los restantes partícipes de la securitización.

Entre los riesgos inherentes a la securitización se encuentran los siguientes:

- **Riesgo de evicción:** Se trata de la eventual existencia de vicios en el origen, instrumentación o transferencia de los créditos, que pueden llegar a originar la inexistencia, nulidad o ineficacia de los derechos fideicomitidos. En este sentido, el Código Civil establece que en toda cesión de derechos, la responsabilidad por la existencia de los bienes o derechos siempre recae sobre el cedente. A efectos de mitigar este riesgo, normalmente se hace un estudio de los instrumentos, del proceso de originación y de la situación económico-financiera del transmitente, A este proceso se lo conoce como “due diligence” (diligencia debida). Este estudio generalmente recae sobre estudios de abogados o de firmas de auditoría. Otro aspecto a considerar es el estudio de la situación patrimonial y financiera del transmitente de los activos a securitizar a los efectos de evitar pérdidas por fraude o declaraciones de ineficacia concursal. En algunos países, se contratan seguros contra riesgos de evicción, no así en la Argentina (posiblemente debido a los altos costos de los mismos). Otra alternativa para reducir este riesgo consiste en que el transmitente refuerce su responsabilidad como cedente por intermedio de garantías reales o personales. Por último, se puede sobredimensionar la cartera securitizada. En este caso, se pueden transferir al vehículo, derechos de cobros por un importe mayor al securitizado para reducir este riesgo.

- **Riesgo de mora:** Previo a la securitización normalmente se deben evaluar los créditos o derechos de cobro a transferir con el objeto de determinar qué porcentaje de los mismos tiene una mora previsible sobre la base del historial de la cartera. Entre los factores que pueden incidir en el nivel de mora de una cartera podemos enumerar los siguientes: el nivel socioeconómico de los deudores; las garantías sobre los créditos (ya que en caso de que las mismas sean reales, refuerzan la posibilidad de un mejor pago). El destino de los fondos influye en el nivel de compromiso de pago. La experiencia en nuestro país indica que aquellos créditos con destino a la vivienda tienen un mejor historial de pagos que los destinados al consumo para un mismo estrato socioeconómico considerado. Los factores macroeconómicos también influyen en el grado de cumplimiento de los deudores. Aspectos tales como la inflación, la variación en el nivel

retributivo, los cambios en el mercado laboral, el tipo de cambio pueden influir en el nivel de cumplimiento de los deudores mas allá de su conducta y situación personal (en este sentido debe tenerse presente el impacto de la crisis socioeconómica en el nivel de cumplimiento de las obligaciones contraídas por los prestatarios a partir de la severa crisis socioeconómica acaecida en Argentina en 2001). Una forma muy común de reducir el riesgo de mora transitoria consiste en que el transmitente de los derechos continúe como agente de cobro de los créditos securitizados, asumiendo el compromiso de adelantar los fondos para cubrir el flujo de fondos teórico de los créditos con atrasos en el pago de las cuotas. En estos casos, el fiduciante se guarda para sí el llamado negocio de la mora, que consiste en el cobro de intereses compensatorios y punitivos.

- Riesgo en la ejecución de los créditos: Cuando los créditos cedidos no pueden ser reemplazados o sustituidos, debe tenerse en cuenta que el trámite de cobro forzado puede atentar contra el esquema financiero del negocio. En este caso, la naturaleza de las garantías o formas de instrumentación que puedan tener o no los créditos cedidos resultan importantes para determinar el tipo de proceso judicial (bien sea que se deba encarar procesos ordinarios, sumarios o ejecutivos entre los cuales se encuentran los hipotecarios y prendarios) y, por lo tanto, el tiempo previsible para obtener el reintegro de los fondos.

- Riesgo performance: Este tipo de riesgo se presenta en los procesos de securitización de créditos futuros o de derechos de cobro que no son créditos. Como resulta evidente, el riesgo se da en la posibilidad de la no generación (conforme lo previsto) de derechos de cobro, ya sea por culpa o dolo del originante o transmitente, o por razones exógenas a su voluntad (menor de manda de los servicios o productos ofrecidos, baja en los precios o tarifas, etc.). A efectos de evaluar este riesgo, se suele tomar en consideración la situación económico-financiera del titulizante, su desempeño histórico en la originación de los derechos, el grado de diversificación en el proceso de originación, las protecciones legales, las garantías, la posición competitiva del titulizante en la línea de negocios respecto de su competencia y el impacto de los eventuales cambios en la macroeconomía. Entre las formas de limitar este tipo de riesgo, se encuentra la colateralización de los bonos (asignando categorías de riesgo crediticio a los bonos emitidos a partir de los activos titulizados tales como clase senior o preferida), la constitución de fondos de garantías y demás. Contractualmente se puede establecer cláusulas que apunten al rescate anticipado de los bonos preferidos, o bien la liquidación

del fideicomiso, en caso de producirse una caída de la performance de la cartera o en la capacidad de originación del titulizante.

- Riesgos de cancelación anticipada de los créditos: Este riesgo se encuentra presente cuando se producen precancelaciones de las operaciones fideicomitas y puede afectar el esquema financiero del negocio, en la medida en que el fiduciario no encuentre alternativas para colocar los fondos obtenidos a una tasa de retorno, por lo menos, equivalente a la que obtenía con el activo cancelado.

- Riesgo del agente de cobro: Generalmente la gestión de cobranza se encuentra en manos de un tercero ajeno al fiduciario. Esta tarea es, por lo general, conservada por los originantes o cedentes de los derechos. Existe, entonces, el riesgo de que el agente de cobro no pueda cumplir con sus obligaciones o que no lo haga correctamente, sea por dolo o culpa, por acción de sus acreedores o por falencia. En caso de insolvencia del agente, el problema es evidente. Existe un período de tiempo que transcurre entre que el agente de cobro percibe la cobranza proveniente de los bienes fideicomitados hasta su rendición al fiduciario. Durante este lapso, los fondos percibidos y que pertenecen al fideicomiso están confundidos en la caja del agente, con otros fondos propios del mismo y/o que corresponden a terceros. Esto significa que pueden ser alcanzados por un eventual proceso de quiebra del agente de cobro. Por ello, al agente le caben las mismas obligaciones que al fiduciario en cuanto a su estándar de conducta. Para ello deberá mantener procedimientos de control: que le permitan al fiduciario la verificación de toda su gestión de administración; notificar al fiduciario de cualquier hecho o situación que pudiera afectar o poner en riesgo su gestión; mantener siempre en forma adecuada la operación de los sistemas de procesamiento necesarios para la administración, etc. Entre las acciones que se pueden adoptar para limitar o evitar este tipo de riesgo, se encuentra la contratación de un seguro o fianza para cubrir el riesgo de administración. Este tipo de seguro es muy común en el extranjero, no así en nuestro país, posiblemente por un tema de costos. En los casos en que el agente de cobro coincide con la figura del originante es común que se retenga una parte de precio (producto de la colocación de los valores en el mercado) para afectarlo a un fondo de garantía que tenga por objetivo cubrir este tipo de riesgo. Los importes acumulados en el fondo por riesgo de administración serán aplicados por el fiduciario al pago de servicios de los valores Senior y, en algunas oportunidades, a los intermedios cuando por cualquier causa el agente de cobro no pueda cumplir con sus obligaciones, a fin de mantener el pago de dichos servicios hasta tanto se designe un administrador sustituto. Otra forma de

disminuir este riesgo, y por ende el importe retenido para el fondo de reserva, consiste en nombrar a un administrador sustituto. En este caso y a efectos de garantizar un rápido traspaso de la administración para el supuesto que resulte necesario, el administrador se verá obligado a suministrar permanentemente información al sustituto.

## **E) TRATAMIENTO IMPOSITIVO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO**

La legislación argentina reconoce tratamientos diferenciales en la definición fiscal de los fideicomisos financieros y de los titulares de los títulos valores emitidos, según se verifiquen determinadas características que básicamente se encuentran relacionadas con:

1. Procedimiento elegido para la colocación de los títulos valores emitidos. La colocación de estos títulos puede ser por oferta pública o privada. En el caso de la primera, goza de un régimen exceptivo del cual no participa la segunda.

2. Verificación en el fideicomiso y su ejecución fiduciaria, de los requisitos previstos en los decretos (PEN) 180/1995 y 254/1999. Los decretos de referencia obligan a identificar a aquellos fideicomisos financieros que reuniendo taxativas condiciones (que están orientadas a la única finalidad de securitización, la naturaleza del activo integrado, la duración del fideicomiso, la ocurrencia de la oferta pública) son acreedores de beneficios fiscales en el tratamiento del impuesto a las ganancias sobre las rentas originadas en la ejecución fiduciaria, que luego serán trasladadas a los

### **\* E.1. Impuestos aplicables a los fideicomisos financieros (Impuestos del fideicomiso)**

#### **\* Impuesto a las ganancias (IG)**

La ley de impuesto a las ganancias y su decreto reglamentario y sus modificatorios disponen que los fideicomisos financieros son sujetos de IG y que quienes asuman la calidad de fiduciarios quedan obligados a ingresar en cada año fiscal, en su carácter de responsables por la administración de patrimonios ajenos, el impuesto que se devengue sobre las ganancias netas imponibles obtenidas por el ejercicio de la propiedad

fiduciaria, desde la fecha de celebración del Contrato Suplementario de Fideicomiso, a una tasa del 35%.

A los efectos del cálculo de dicha ganancia neta, se incluirán las ganancias obtenidas en el año fiscal destinadas a ser distribuidas en el futuro durante el término de duración del Contrato Suplementario de fideicomiso, así como las que en dicho lapso se apliquen a la realización de gastos inherentes a la actividad específica del fideicomiso que resulten imputables a cualquier año fiscal posterior comprendido en el mismo.

A fin de determinar la ganancia neta, los fideicomisos podrán deducir como gastos los intereses de los valores de deuda fiduciaria emitidos por el mismo, sin que se apliquen las limitaciones a la deducibilidad de intereses o los provenientes de cualquier otro endeudamiento, así como todo otro gasto destinado a obtener, mantener y/o conservar la ganancia gravada.

Por otra parte el decreto reglamentario permite la deducción de los importes que, bajo cualquier denominación, corresponda asignar en concepto de distribución de utilidades en la medida en que se reúna la totalidad de los requisitos exigidos por dicho decreto. Los requisitos son los siguientes:

- a) Que se trate de un fideicomiso financiero contemplado en los artículos 19 y 20 de la ley 24.441, constituido con el único fin de efectuar la securitización de activos homogéneos que consistan en (A) títulos valores públicos o privados o (B) derechos creditorios provenientes de operaciones de financiación evidenciados en instrumentos públicos o privados, verificados como tales en su tipificación y valor por los organismos de control conforme lo exija la normativa en vigor, siempre que la constitución del fideicomiso y la oferta pública de los certificados de participación y títulos representativos de deuda (valores fiduciarios en general) se hubiere efectuado de acuerdo con las normas de la CNV. Este requisito no se considerará desvirtuado por la inclusión en el patrimonio del fideicomiso de fondos entregados por el fideicomitente u obtenidos de terceros para el cumplimiento de las obligaciones del fideicomiso.
- b) Que los activos “homogéneos” originalmente fideicomitados no sean sustituidos por otros tras su realización o cancelación, salvo colocaciones financieras transitorias efectuadas por el fiduciario con el producido de tal realización o cancelación con el fin de administrar los importes a distribuir o aplicar al pago de las obligaciones del

respectivo fideicomiso, o en los casos de reemplazo de un activo por otro por mora o incumplimiento.

c) Que el plazo de duración del fideicomiso, sólo en el supuesto de instrumentos representativos de crédito, guarde relación con el de cancelación definitiva de los activos fideicomitidos.

d) Que el beneficio bruto total del fideicomiso se integre únicamente con las rentas generadas por los activos fideicomitidos o por aquellos que los constituyen y por las provenientes de su realización, y de las colocaciones financieras transitorias a que se refiere el punto b), admitiéndose que una proporción no superior al 10% de ese ingreso total provenga de otras operaciones realizadas para mantener el valor de dichos activos.

En el año fiscal en el cual no se cumpla alguno de los requisitos y en los años siguientes de duración del fideicomiso financiero, no serán deducibles los importes que, bajo cualquier denominación, corresponda asignar en concepto de distribución de utilidades.

#### \* **Impuesto al valor agregado (IVA)**

Debido al amplio alcance de la descripción de sujetos pasivos de la ley del impuesto al valor agregado, los agrupamientos no societarios y otros entes individuales o colectivos se encuentran incluidos dentro de la definición de sujeto pasivo mencionado en dicha ley, en la medida en que realicen operaciones gravadas. En consecuencia, en la medida en que el fideicomiso financiero realice operaciones que genere algún hecho imponible, deberá tributar el impuesto sobre la base imponible correspondiente, salvo que proceda la aplicación de una exención.

Cuando los bienes o activos fideicomitidos fueran créditos, la transmisión de los mismos al fideicomiso financiero no constituirá una prestación o colocación financiera gravada. Cuando el crédito cedido incluya intereses de financiación, el sujeto pasivo del impuesto por la prestación correspondiente a estos últimos continuará siendo el fideicomitente, salvo que el pago deba efectuarse al cesionario (fiduciario) o a quien éste indique, en cuyo caso será quien lo reciba el que asumirá la calidad de sujeto pasivo.

### \* **Impuesto sobre los Ingresos brutos (IIBB)**

Es un impuesto local que recae sobre el ejercicio habitual de una actividad a título oneroso en el ámbito geográfico de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires o las jurisdicciones provinciales cualquiera sea el resultado obtenido y la naturaleza del sujeto que la realice.

Se debe tener presente que la mayor parte de las legislaciones provinciales no contiene disposiciones relacionadas con el tratamiento a dispensar a los fideicomisos financieros. Sin embargo, generalmente, los patrimonios destinados a un fin determinado, cuando sean considerados por las normas tributarias como unidades económicas para la atribución del hecho imponible, se encuentran comprendidos dentro de la enumeración de sujetos de este impuesto.

En consecuencia, en la medida en que el fideicomiso financiero califique como sujeto del tributo y realice algún hecho imponible previsto en las legislaciones fiscales locales, resultará sujeto del tributo sobre la base imponible correspondiente de acuerdo con la respectiva legislación local y a la alícuota que pudiera corresponder a la actividad sujeta a impuesto.

### \* **Impuesto sobre los débitos y créditos en cuenta corriente bancaria (IDYC)**

La ley del impuesto sobre los débitos y créditos, en cuentas bancarias ha establecido un impuesto que recae sobre: 1) los débitos y créditos efectuados en cuentas abiertas en las entidades regidas por la ley de entidades financieras, 2) las operatorias que efectúen las entidades mencionadas en las que sus ordenantes o beneficiarios no utilicen las cuentas indicadas y 3) sobre todos los movimientos o entregas de fondos, propios o de terceros, que cualquier persona (incluidas las entidades financieras) efectúa por cuenta propia o por cuenta y/o a nombre de otras siempre que constituyan un sistema de pago organizado reemplazando el uso de las cuentas bancarias indicadas. La alícuota general del impuesto es del 0,6% para los créditos y 0,6% para los débitos. A su

vez, en los supuestos contemplados en 1 y 2, como regla general la alícuota es del 1,2% cuando el producido de las operaciones no sea debitado o acreditado, según corresponda, en cuentas corrientes bancarias abiertas a nombre del respectivo ordenante o beneficiario.

El decreto 380/2001 y sus modificaciones establece que se encuentran exentos del impuesto, los débitos y/o créditos correspondientes a las cuentas utilizadas en forma exclusiva en el desarrollo específico de su actividad por los fideicomisos financieros comprendidos en los artículos 19 y 20 de la ley 24.441 en tanto estos fideicomisos financieros reúnan la totalidad de los requisitos previstos, enunciados precedentemente, según el decreto reglamentario del impuesto a las ganancias.

De no cumplimentarse tales requisitos, los fideicomisos financieros en cuyos activos se encuentran créditos originados por entidades financieras, han sido equiparados en su tratamiento fiscal a estas últimas. Consecuentemente, les es aplicable el impuesto únicamente por las sumas que abonen por su cuenta y a su nombre respecto de ciertos conceptos previstos en el artículo 7 del decreto 380/2001, a la tasa del 1,2%.

\* **Impuesto sobre la ganancia mínima presunta (IGMP)**

El fideicomiso financiero no es sujeto del impuesto sobre la ganancia mínima presunta.

\* **Impuesto sobre los bienes personales (IBP)**

El fideicomiso financiero no es sujeto del impuesto sobre los bienes personales, por lo cual el fiduciario no será responsable por el ingreso del gravamen correspondiente a los activos fideicomitados.

\* **Impuesto de sellos (IS)**

El impuesto de sellos es un impuesto local que aplican las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires que grava los actos, contratos u operaciones de carácter oneroso instrumentados o con efectos en las jurisdicciones señaladas.

En ciertas jurisdicciones, como la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y la Provincia de La Rioja, este impuesto ha sido derogado en forma general y se aplica únicamente a ciertos hechos imponibles puntuales (por ejemplo transferencias de inmuebles a título oneroso).

En el resto de las jurisdicciones en que el impuesto continúa vigente con carácter general, existen algunas exenciones particulares que podrían neutralizar o minimizar el impacto de este impuesto en la instrumentación del fideicomiso financiero (por ejemplo, exenciones aplicables a los instrumentos, actos y operaciones de cualquier naturaleza vinculados o necesarios para posibilitar la emisión de títulos valores con destino a la oferta pública o a la transmisión de ciertos créditos al fideicomiso).

En la constitución de cada fideicomiso financiero deberá evaluarse si existe impacto en este impuesto por la instrumentación de operaciones con efectos en las jurisdicciones en que se encuentra vigente y respecto de las cuales no existan exenciones aplicables.

## **\* E.2. Impuestos aplicables a los titulares de los valores fiduciarios** **(Impuestos de los valores fiduciarios)**

### **\* Impuesto a las ganancias (IG)**

#### **a) Intereses**

Los pagos de intereses respecto de los valores de deuda fiduciaria están exentos del impuesto a las ganancias siempre que éstos: 1) hayan sido emitidos por el fiduciario, respecto de fideicomisos financieros que se constituyan para la securitización de activos y 2) hayan sido colocados por oferta pública.

La exención no alcanza a los “sujetos-empresa” comprendidos en la ley de ganancias. Estos “sujetos-empresa” son, entre otros: 1) las sociedades anónimas y las sociedades en comandita por acciones en la parte que corresponde a los socios comanditarios, 2) las sociedades de responsabilidad limitada, las sociedades en comandita simple y la parte correspondiente a los socios comanditados de las sociedades en comandita por acciones, 3) las asociaciones civiles y fundaciones, 4) las sociedades de economía mixta, por la parte de las utilidades no exentas del impuesto, 5) las entidades y organismos a que se refiere la ley 22.016, 6) los fideicomisos constituidos conforme a las disposiciones de la ley 24.441, excepto aquellos en los que el fiduciante posea la calidad de beneficiario, excepción que no es aplicable en los casos de fideicomisos financieros o cuando el fiduciante-beneficiario sea beneficiario del exterior; 7) los fondos comunes de inversión no comprendidos en el primer párrafo del artículo 1 de la ley 24.083, 8) los establecimientos comerciales, industriales, agropecuarios, mineros o de cualquier otro tipo, organizados en forma de empresa estable, pertenecientes a beneficiarios del exterior, 9) las empresas unipersonales constituidas en el país, 10) los comisionistas, rematadores, consignatarios y demás auxiliares de comercio no incluidos expresamente en la cuarta categoría del impuesto.

Los pagos de intereses que el fideicomiso realice respecto de valores de deuda fiduciaria en poder de sujetos-empresa (a excepción de las entidades financieras incluidas en la ley) podrían estar sujetos a una retención del 35% en carácter de pago a cuenta del impuesto a las ganancias que, en definitiva, les corresponda pagar a dichos sujetos tenedores de los títulos.

## **b) Venta o disposición**

Los resultados provenientes de la compra venta, cambio, permuta, conversión y disposición, así como de la actualización y ajuste de capital de los valores fiduciarios están exentos del impuesto a las ganancias, siempre que estos valores fiduciarios cumplan los requisitos de oferta pública. La exención no alcanza a los “sujetos-empresa”.

En el caso de personas físicas residentes “no habitualistas”, los resultados obtenidos por la disposición de títulos valores como los valores fiduciarios estarían

excluidos del gravamen, aun cuando no se cumpliera con los requisitos de oferta pública.

### **c) Distribución de utilidades**

Las distribuciones de utilidades a los titulares de los CP se asimilan a dividendos y, en consecuencia, no están gravados por el impuesto a las ganancias ni deben ser incorporados por los beneficiarios en la determinación de su ganancia neta.

### **d) Retención sobre la distribución de utilidades por encima de la ganancia impositiva**

La ley de ganancias establece una retención del 35%, con carácter de pago único y definitivo, por la distribución de utilidades en exceso del resultado neto imponible efectuada por determinados sujetos, incluidos los fideicomisos financieros constituidos en el país conforme a la ley 24.441.

Sin embargo, esta disposición no se aplica a los fideicomisos financieros cuyos CP sean colocados por oferta pública.

### **\* Impuesto al valor agregado (IVA)**

Las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación de los valores fiduciarios, como así también las correspondientes a sus garantías se hallan exentas del impuesto al valor agregado, siempre que los valores fiduciarios cumplan los requisitos de oferta pública.

Las distribuciones de utilidades a los titulares de CP no están gravadas con el impuesto al valor agregado, sea que se cumplan o no los requisitos de oferta pública.

### **\* Impuesto sobre los bienes personales (IBP)**

La ley del impuesto sobre los bienes personales prevé que las personas físicas y sucesiones indivisas domiciliadas o radicadas en la República Argentina o en el extranjero, están sujetas al pago del impuesto sobre bienes personales que grava los bienes existentes al 31 de diciembre de cada año (incluidos bienes como los valores fiduciarios).

Para las personas físicas y sucesiones indivisas domiciliadas o radicadas en nuestro país, el impuesto grava todos los bienes situados en la República Argentina y en el exterior, y se aplica con distintas alícuotas de acuerdo con el valor del patrimonio sujeto a impuesto. Esto es: 1) si los sujetos tienen bienes gravados por el impuesto por una suma de más de \$305.000 y hasta \$ 750.000, se aplica una alícuota de 0,50%, 2) si los sujetos tienen bienes gravados por el impuesto por una suma de más de \$750.000 y hasta \$ 2.000.000, se aplica una alícuota de 0,75%, 3) si los sujetos tienen bienes gravados por el impuesto por una suma de más de \$2.000.000 y hasta \$ 5.000.000, se aplica una alícuota de 1,00% y 4) si los sujetos tienen bienes gravados por el impuesto por una suma de más de \$5.000.000, se aplica una alícuota de 1,25%.

Las sociedades, empresas, establecimientos estables, patrimonios de afectación o explotaciones domiciliadas, radicadas o ubicadas en la República Argentina o el exterior no estarán sujetas al impuesto respecto de sus tenencias de cualquier tipo de valores fiduciarios.

#### \* **Impuesto a la ganancia mínima presunta (IGMP)**

Las sociedades domiciliadas en el país, las asociaciones civiles y fundaciones domiciliadas en el país, las empresas o explotaciones unipersonales ubicadas en el país pertenecientes a personas domiciliadas en el mismo, las entidades y organismos a que se refiere el artículo 1 de la ley 22.016, las personas físicas y sucesiones indivisas titulares de inmuebles rurales con relación a dichos inmuebles, los fideicomisos constituidos en el país conforme a las disposiciones de la ley 24.441 (excepto los fideicomisos financieros previstos en los artículos 19 y 20 de dicha ley), los fondos comunes de inversión constituidos en el país no comprendidos en el primer párrafo del artículo 1 de la ley 24.083 y sus modificaciones, y los establecimientos estables domiciliados o

ubicados en el país para el desarrollo de actividades en el país pertenecientes a sujetos del exterior, son sujetos del impuesto a la ganancia mínima presunta, debiendo tributar el 1% de sus activos valuados de acuerdo con las estipulaciones de la ley del impuesto a la ganancia mínima presunta.

Se encuentran exentos, entre otros, los siguientes activos: 1) los certificados de participación y los títulos representativos de deuda de fideicomisos financieros, en la proporción atribuible al valor de las acciones u otras participaciones en el capital de entidades sujetas al impuesto que integren el activo del fondo fiduciario, y 2) los bienes de activo gravados en el país cuyo valor en conjunto (determinado de acuerdo con las normas de la ley de ganancia mínima presunta), sea igual o inferior a \$ 200.000. Cuando existan activos gravados en el exterior dicha suma se incrementará en el importe que resulte de aplicarle a la misma el porcentaje que represente el activo gravado en el exterior, respecto del activo gravado total. Cuando el valor de los bienes supere la mencionada suma o la que se calcule de acuerdo con lo dispuesto precedentemente, según corresponda, quedará sujeto al gravamen la totalidad del activo gravado del sujeto pasivo del tributo.

Las entidades financieras, las compañías de seguro sometidas al control de la Superintendencia de Seguros de la Nación, las empresas que tengan por objeto principal la celebración de contratos de leasing en los términos, condiciones y requisitos establecidos por la ley 25.248 y en forma secundaria realicen exclusivamente actividades financieras y los fideicomisos financieros cuyo objeto principal sea la celebración de dichos contratos de leasing considerarán como base imponible del gravamen el 20% del valor de sus activos gravados.

El impuesto a las ganancias determinado para el mismo ejercicio fiscal por el cual se liquida el impuesto a la ganancia mínima presunta, podrá computarse como pago a cuenta del impuesto a la ganancia mínima presunta. Si del cómputo previsto surgiere un excedente no absorbido, el mismo no generará saldo a favor del contribuyente en dicho impuesto, ni será susceptible de devolución o compensación alguna. Si, por el contrario, como consecuencia de resultar insuficiente el impuesto a las ganancias computable como pago a cuenta del presente gravamen, procediera en un determinado ejercicio el ingreso del impuesto a la ganancia mínima presunta, se admitirá, siempre que se

verifique en cualesquiera de los diez ejercicios inmediatos siguientes un excedente del impuesto a las ganancias no absorbido, computar como pago a cuenta de este último gravamen, en el ejercicio en que tal hecho ocurra, el impuesto a la ganancia mínima presunta efectivamente ingresado y hasta la concurrencia con el importe a que ascienda dicho excedente.

### \* **Impuesto sobre los Ingresos brutos (IIBB)**

Para aquellos inversores residentes que realicen actividad habitual o que puedan estar sujetos a la presunción de habitualidad en alguna jurisdicción local, los ingresos que se generen por la renta o como resultado de la transferencia de los valores fiduciarios podrían quedar gravados con alícuotas diferentes dependiendo de la jurisdicción, salvo que proceda la aplicación de alguna exención.

Los potenciales adquirentes, residentes en la República Argentina deberán considerar la posible incidencia de este impuesto considerando las disposiciones de la legislación provincial o de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires que pudiera resultar relevante en función de su residencia y actividad económica.

### \* **Impuesto sobre los débitos y créditos en cuentas bancarias (IDC)**

La ley del impuesto sobre los débitos y créditos en cuentas bancaria ha establecido un impuesto que recae sobre: 1) los débitos y créditos efectuados en cuentas abiertas en las entidades regidas por la ley de entidades financieras, 2) las operatorias que efectúen las entidades mencionadas en las que sus ordenantes o beneficiarios no utilicen las cuentas indicadas y 3) sobre todos los movimientos o entregas de fondos, propios o de terceros que cualquier persona, incluidas las entidades financieras, efectúen por cuenta propia o por cuenta y/o a nombre de otras, siempre que constituyan un sistema de pago organizado reemplazando el uso de las cuentas bancarias indicadas. La alícuota general del impuesto es del 0,6% para los créditos y 0,6% para los débitos. A su vez en los supuestos contemplados en 2 y 3, como regla general la alícuota es del 1,2% cuando el producido de las operaciones no sea debitado o acreditado, según corresponda, en cuentas corrientes bancarias abiertas a nombre del respectivo ordenante o beneficiario.

Los titulares de cuentas bancarias gravadas de conformidad con lo establecido en la ley de impuestos sobre los débitos y créditos, alcanzados por la tasa general del 0,6%, podrán computar como crédito de ciertos impuestos (por ejemplo, impuesto a las ganancias, impuesto a la ganancia mínima presunta, ya sea en su declaración jurada anual o sus respectivos anticipos), el treinta y cuatro por ciento (34%) de los importes liquidados y percibidos por el agente de percepción en concepto del presente gravamen, originados en las sumas acreditadas en dichas cuentas. El remanente no compensado no podrá ser objeto, bajo ninguna circunstancia, de una compensación con otros gravámenes a cargo del contribuyente o de solicitudes de reintegro o transferencia a favor de terceros, pudiendo trasladarse, hasta su agotamiento, a otros períodos fiscales de los citados impuestos. El importe computado como crédito en los impuestos mencionados no será deducido a los efectos de la determinación del impuesto a las ganancias.

#### \* **Otros impuestos**

La emisión, colocación y/o transferencia de los valores fiduciarios no requiere el pago de impuesto a la transferencia a nivel nacional, ni impuesto de sellos o similares en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. La transferencia de los valores fiduciarios podría estar alcanzada por el impuesto de sellos si se instrumenta en jurisdicciones distintas a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Por su parte la instrumentación de la transferencia de créditos al fideicomiso o los instrumentos por los cuales se constituya el mismo podrían estar sujetos al impuesto de sellos, en la medida en que tales operaciones produzcan efectos en jurisdicciones que no cuenten con exenciones aplicables.

En el caso de que fuera necesario iniciar un proceso para hacer valer los valores fiduciarios, se deberá pagar una tasa de justicia que actualmente es del tres por ciento (3%) del monto reclamado ante los tribunales nacionales con asiento en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. A dicho monto deberá adicionarse un tres por ciento (3%)

del importe de dicha tasa de justicia, para la Caja de Seguridad Social para Abogados de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CASSABA).

## **F) TRATAMIENTO CONTABLE DEL FIDEICOMISO FINANCIERO**

El informe N° 28 del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal brinda una guía para la registración, exposición y valuación del fideicomiso en general.

La Ley 24.441 establece la responsabilidad de administración e información que le corresponde al fiduciario y su obligación de rendición de cuentas a los beneficiarios con una periodicidad no mayor a un (1) año.

El resto de las obligaciones, desde el punto de vista contable, de los sujetos intervinientes en el fideicomiso van a surgir del contrato y sobre todas las cosas, deberá privilegiarse el principio de la realidad económica.

Las distintas alternativas que se pueden presentar serían las siguientes:

A). En los registros del fiduciante:

- ⇒ Transmisión de los bienes al fideicomiso.
- ⇒ Contraprestación relacionada con dicha transmisión fiduciaria.
- ⇒ Destino final de los bienes.

B). En los registros del fiduciario:

- ⇒ Resultados devengados por su gestión: Honorarios, comisiones, etc.

C). En los registros del Fideicomiso:

- ⇒ Recepción de los bienes fideicomitidos.
- ⇒ Distintas operaciones autorizadas en el contrato de fideicomiso. Entre ellas la emisión de certificados de participación y títulos de deuda.
- ⇒ Liquidación del fideicomiso.

⇒ Transmisión de los bienes fideicomitidos a otro fiduciario.

D). En los registros del beneficiario o fideicomisario:

⇒ Recepción de los beneficios estipulados en el contrato de fideicomiso.

En cuanto a la transmisión de los bienes al fideicomiso, los aspectos más relevantes a tener en cuenta son los siguientes:

1. Si existe contraprestación por tal transferencia.
2. Si tal contraprestación es asimilable a una venta.

### **TRANSMISIÓN DE LOS BIENES AL FIDEICOMISO CON CONTRAPRESTACIÓN**

El informe N° 28 mencionado nos dice que la transmisión fiduciaria, por la que el fiduciante recibe una contraprestación (por ejemplo: Dinero, certificados de participación o títulos de deuda), se registrará como una operación de venta en los libros del fiduciante, cuando éste, al transferir la propiedad fiduciaria, transfiera efectivamente el control de los bienes fideicomitidos. De no darse esta circunstancia, los mencionados bienes permanecerán en el activo del fiduciante con una adecuada explicación de la situación contractual que los afecta o los pudiere afectar.

Debemos recordar que toda transferencia fiduciaria de bienes registrables debe ser dada a conocer en el correspondiente registro.

#### **\*Transmisión fiduciaria asimilable a una operación de venta**

Para que esta operación sea contabilizada como una operación de venta en la contabilidad del fiduciante, deben darse todos los siguientes requisitos:

1. El fiduciante transfiere al fideicomiso los futuros beneficios económicos que producirán los bienes fideicomitidos. Este requisito no se cumple si el fiduciante retiene la opción de readquirir los bienes fideicomitidos.

2. En caso de que la transmisión fiduciaria se efectúe con la obligación por parte del fiduciante de hacerse cargo de pérdidas relacionadas con los bienes fideicomitidos, pagando el monto de la pérdida o reemplazando dichos bienes, el fiduciante deberá hacer estimación razonable de las pérdidas futuras y gastos conexos relacionados con dichos bienes. Se considera que no existe venta cuando el fiduciante no puede efectuar dicha estimación.

3. El contrato de fideicomiso no puede obligar a readquirir los bienes fideicomitidos o sólo lo podría hacer en una proporción poco significativa. Un ejemplo típico es la securitización de hipotecas, prendas o cupones de tarjetas de crédito.

4. La transmisión fiduciaria del activo en fideicomiso no se realiza en garantía de las obligaciones del fiduciante o de terceros (fideicomiso de garantía).

#### Contabilidad del Fiduciante

En el caso de llevar registros contables de sus operaciones, deberá registrar en su contabilidad la transmisión fiduciaria de los activos involucrados, dándolos de baja y registrándolo como contrapartida la contraprestación recibida (Ejemplo: Dinero, certificados de participación, títulos de deuda). Cuando la transacción se efectúe por un valor diferente al valor de libros de los activos, se deberá registrar dicha diferencia como un resultado del ejercicio, conjuntamente con las pérdidas futuras y gastos conexos estimados

#### Contabilidad del Fideicomiso

Los bienes fideicomitidos se incorporarán en la contabilidad del fideicomiso a los valores previstos en el contrato correspondiente o, en su defecto, según los criterios previstos en las normas contables profesionales vigentes para cada tipo de activo.

Si bien la Ley 24.441 no trata la contabilización de los bienes fideicomitidos, el decreto 780/95 establece que en todas las anotaciones registrables o balances relativos a

bienes fideicomitidos deberá constar la condición de propiedad fiduciaria con la indicación "en fideicomiso".

La contrapartida de dicha operación será la que refleje más adecuadamente los derechos de los acreedores, beneficiarios y fideicomisarios, respectivamente.

En cuanto a la registración de la emisión de certificados de participación y/o títulos de deuda; los primeros, constituyen o integran el denominado "patrimonio neto fiduciario" y como tal serán registrados integrando dicho rubro, mientras que los segundos, deberán registrarse como "pasivo fiduciario".

Las distintas operaciones que se realicen durante la ejecución fiduciaria deberán registrarse en la contabilidad del fideicomiso.

#### \*Transmisión fiduciaria no asimilable a una operación de venta

Cuando no se presentan las condiciones anteriormente mencionadas, el tratamiento contable podrá ser el siguiente:

#### Contabilidad del Fiduciante

Los bienes fideicomitidos deberán ser reclasificados en la contabilidad del fiduciante en una cuenta que refleje su afectación al fideicomiso, reflejándose, además, como activos y pasivos las prestaciones y contraprestaciones vinculadas o relacionadas con la operación en cuestión.

#### Contabilidad del Fideicomiso

Dado que en esta alternativa los bienes fideicomitidos como las contraprestaciones recibidas son contabilizados en los libros del fiduciante, el fideicomiso en dicho momento no deberá hacer ninguna registración al respecto.

Las transacciones posteriores que se realicen durante el ciclo de duración del contrato, como resultado de la ejecución fiduciaria deberán registrarse en la contabilidad del fideicomiso.

### **TRANSMISIÓN DE LOS BIENES AL FIDEICOMISO SIN CONTRAPRESTACIÓN**

Cuando el fiduciante no recibe ninguna contraprestación por la transmisión fiduciaria y además existe una probabilidad remota de que el readquiera los bienes fideicomitados, dichos bienes deberán ser dados de baja del activo del fiduciante y reconocerse la pérdida correspondiente.

#### **Contabilidad del Fiduciario**

Deberá registrar en sus libros los resultados devengados por su gestión, tales como comisiones, honorarios, etc., pudiendo reflejar en cuentas de orden o en notas a sus estados contables su responsabilidad como fiduciario sobre los bienes fideicomitados.

#### **Contabilidad del Beneficiario o Fideicomisario**

Deberá registrar en sus libros los beneficios obtenidos por efecto del contrato de fideicomiso. Para determinar la contrapartida se deberá verificar el objeto del fideicomiso.

### **TRATAMIENTO CONTABLE DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN**

El titular de estos certificados los expondrá en el rubro pertinente y los clasificará según su liquidez. Su valuación resultará de aplicar la proporción de la tenencia de certificados de participación al patrimonio neto fiduciario. En ningún caso dicha valuación deberá exceder su valor recuperable.

### **ESTADOS CONTABLES DEL FIDEICOMISO**

Si bien, tanto la Ley 24.441 como su decreto reglamentario 780/95, no hacen referencia a la obligatoriedad de la confección de Estados Contables; sí se establece indirectamente la necesidad de presentación de éstos al indicar que "...en los balances relativos a bienes fideicomitados deberá constar la condición de propiedad fiduciaria..."

Por su parte, la Resolución General 271/95 de la CNV, ente regulador de los Fideicomisos Financieros, estableció un régimen informativo trimestral que debe presentar el fiduciario por cada fideicomiso que administre mediante estados contables independientes según los plazos fijados para el régimen de oferta pública.

Con respecto a los requisitos de información, se interpreta que son de aplicación los artículos 68 al 74 del Código de Comercio.

Los estados contables básicos que deberán presentar los fideicomisos son:

1. Estado de Situación Patrimonial Fiduciario.
2. Estado de Evolución del patrimonio Neto Fiduciario.
3. Estado de Resultados.
4. Estado de Origen y Aplicación de Fondos Fiduciarios.

Dadas las características de los fideicomisos, el informe N° 28 del CPCECF, considera recomendable que el Estado de Origen y Aplicación de Fondos Fiduciarios se presente bajo la alternativa de exposición de las causas de variación de los fondos, considerando como fondos las disponibilidades e inversiones líquidas transitorias, adoptando el criterio directo de exposición de los fondos generados o aplicados a operaciones.

En la denominación de los rubros de los estados contables deberá tenerse en cuenta la identificación de rubros tales como Bienes recibidos en Fideicomiso, pasivo Fiduciario, Certificados de Participación y Patrimonio Fiduciario.

No será obligatoria la presentación de alguno de los estados básicos cuando, por las características del contrato de fideicomiso, no se justifique dicha presentación.

Un ejemplo de esta situación puede plantearse respecto del Estado de Evolución del Patrimonio Fiduciario cuando el fideicomiso se financia con títulos de deuda.

Como información complementaria a los estados contables se deberá agregar aquella que explique los aspectos relevantes y las características del contrato de fideicomiso, como por ejemplo, la identificación del fiduciante y del fiduciario, el objeto del fideicomiso, el objetivo de la gestión del fiduciario y el plazo de duración del contrato y/o su condición resolutorio.

Cuando el pasivo Fiduciario este compuesto por deuda subordinada al pago de otra deuda, se deberá explicar por nota las condiciones de subordinación.

## ESTADOS CONTABLES DEL FIDUCIANTE Y DEL FIDUCIARIO

Tanto el fiduciante como el fiduciario deberán exponer los aspectos relevantes y las características del contrato de fideicomiso y los derechos y obligaciones de las partes en la información complementaria a sus estados contables.

### G) COSTOS DE EMISIÓN

En los últimos años la cantidad de fideicomisos PYMES y el monto de dichas emisiones no ha sido relevante ya que la cantidad de fideicomisos financieros emitidos ronda los 2.000 millones de dólares anuales mientras que los fideicomisos financieros Pymes promediaron los 150 millones de dólares anuales. Podemos ver que la emisión de fideicomisos Pymes si bien crece año tras año no llegan a representar el 8% de la emisión total de los fideicomisos financieros. La escasa emisión de fideicomisos por parte de pequeñas y medianas empresas se ha debido principalmente a la dificultad de hacer frente a los costos de una estructuración de este tipo. Provocando que la alternativa de emitir un fideicomiso financiero muchas veces no resulte ser competitiva respecto a otras opciones disponibles en el mercado.

Podemos distinguir básicamente dos factores que representan el origen de dichos costos:

El primer factor es el bajo monto de emisión de los fideicomisos financieros PYMES, el cual se debe principalmente a los bajos volúmenes de ventas de las pequeñas empresas respecto de las grandes compañías, o al corto plazo de los activos que podrían fideicomitir. La dificultad de realizar mayores emisiones genera que sea prácticamente imposible para estas empresas asumir los costos de estructuración, ya que sólo con altos montos de emisión es posible disminuir el impacto de los costos iniciales de emisión.

Por otra parte, el segundo factor es el corto plazo de repago, en función al corto plazo de los activos a fideicomitir, no permitiendo una adecuada absorción de los costos fijos de estructuración. Es decir que, en caso de que la empresa tenga el volumen de activos suficiente para realizar una emisión de un fideicomiso financiero, puede suceder que por los plazos de dichos activos, el fideicomiso posea una duration muy pequeña. De ser así, la estructuración de un fideicomiso sería una alternativa demasiado costosa y compleja teniendo en cuenta su tan corto plazo.

A través de la comparación de fideicomisos con distintos montos de emisión, es posible apreciar cómo se reducen los costos, tanto los de estructuración (incluyen honorarios de asesor legal, asesor financiero, colocador, organizador, informes impositivos, calificación de riesgo, master servicer y auditores externos, agente fiduciario y demás gastos de CNV y BCBA) como el costo financiero total, a medida que aumenta el monto de emisión.

Para que sean comparables, tomaremos estructuras cuyos montos de emisión sean de 5, 10, 20 y 40 millones de pesos, conformadas por un bono senior, que representa el 85% del monto emitido y un certificado de participación por el otro 15%.

En el caso de las emisiones de 5 y 10 millones de pesos, las cuales representan a fideicomisos financieros PYMES, se puede observar que entre ambas existe una diferencia de 2 puntos porcentuales en el costo financiero total. Esto se debe a que, a medida que aumenta el monto de emisión del fideicomiso, es posible absorber de una mejor manera los costos fijos de la estructuración.

### **CUADRO V**

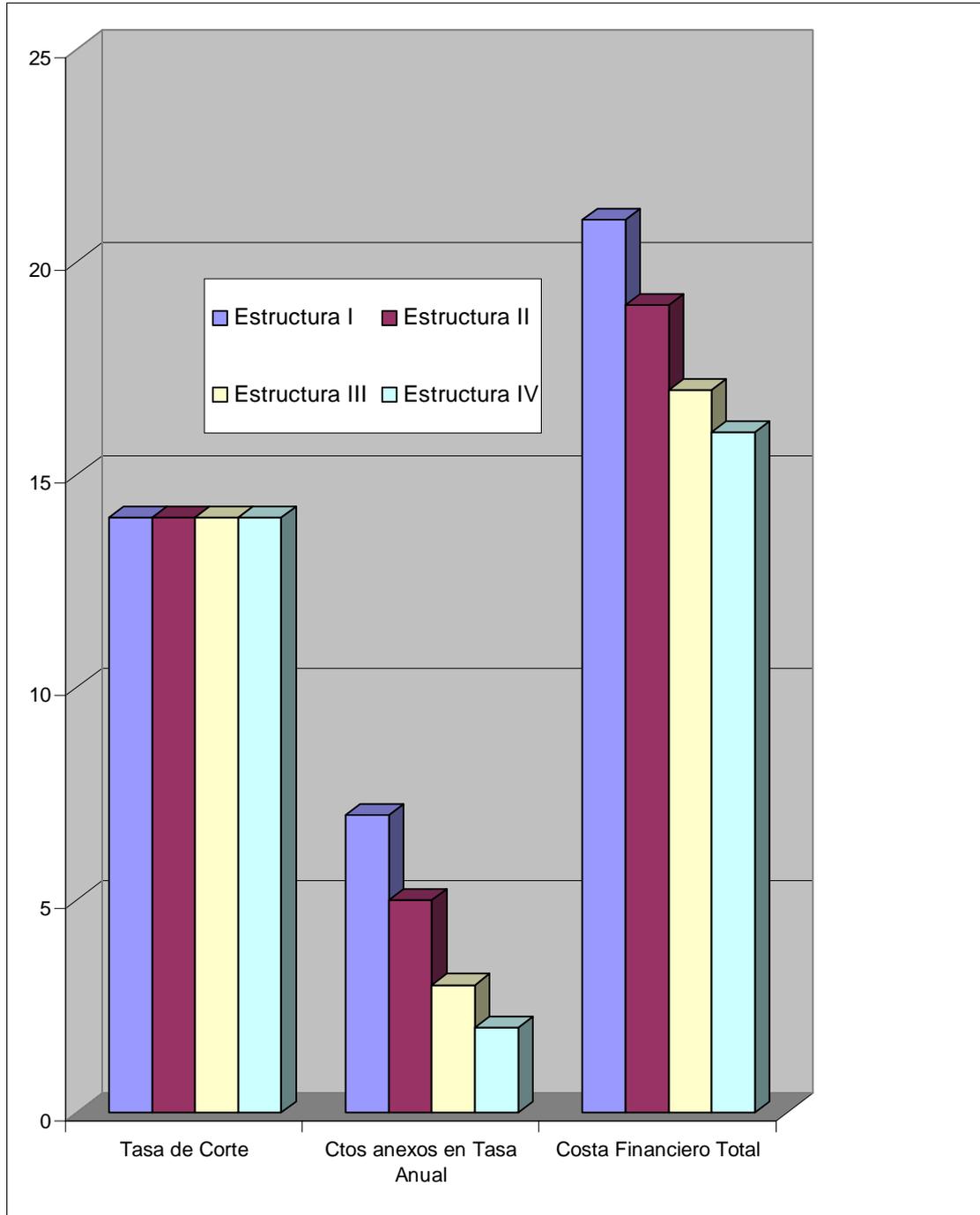
CONCEPTOS	Estructura I: Pyme	Estructura II: Pyme
MONTO DE EMISION	5.000.000	10.000.000
DURATION	3,03	3,01
TASA DE CORTE TITULO SENIOR	14,00%	14,00%
CTOS ANEXOS EN TASA ANUAL	7,00%	5,00%
Costo de la estructura/operación	7,00%	5,00%
<b>COSTO FINANCIERO TOTAL</b>	<b>21,00%</b>	<b>19,00%</b>

En el caso de los fideicomisos con mayores montos de emisión (Estructuras III y IV, con 20 y 40 millones de pesos, respectivamente), cuyos fiduciantes son grandes compañías, es posible amortiguar mucho más los costos de estructuración, obteniéndose así un costo financiero total casi un 22% más bajo que los fideicomisos PYMES.

### **CUADRO VI**

CONCEPTOS	Estructura III Grandes Cias.	Estructura IV Grandes Cias.
MONTO DE EMISION	20.000.000	40.000.000
DURATION	3,00	3,00
TASA DE CORTE TITULO SENIOR	14,00%	14,00%
CTOS ANEXOS EN TASA ANUAL	3,00%	2,00%
Costo de la estructura/operación	3,00%	2,00%
<b>COSTO FINANCIERO TOTAL</b>	<b>17,00%</b>	<b>16,00%</b>

**GRÁFICO IV**  
**COSTOS SEGÚN DIFERENTES MONTOS DE EMISIÓN**  
**(en porcentajes)**



Fuente: Elaboración propia, sobre la base ejemplos de distintos montos de emisión.

### **3.3. OTRAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES**

#### **3.3.1 ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO Y TASAS DE MERCADO**

A la hora de tener que decidir la alternativa de financiación más conveniente, es necesario tener en cuenta cuál será la aplicación de los fondos obtenidos y así poder elegir la opción que mejor se ajuste a las necesidades y posibilidades de la pequeña y mediana empresa.

Una empresa que esté pensando en realizar una ampliación de planta o adquirir nuevas maquinarias, probablemente opte por financiarse a través de un préstamo bancario, ya que, por lo general, éstos cuentan con un período de gracia y se caracterizan por ser una de las herramientas de financiación de más largo plazo (entre 5 y 10 años). Este punto es importante, ya que realizar este tipo de proyectos tarda cierto tiempo en llevarse a cabo, por lo que no generan ingresos inmediatamente, sería difícil para la compañía comenzar a pagar el crédito sin antes haber obtenido los ingresos adicionales que generaría la implementación del proyecto.

En caso de que la empresa necesite fondos para financiar su capital de trabajo, podría optar entre el descuento de cheques de pago diferido, el descuento de facturas, los préstamos bancarios o la emisión de un fideicomiso financiero. Nuevamente la elección de una u otra alternativa dependerá de la actividad que desempeñe la compañía, el plazo de su ciclo productivo o el monto de dinero que necesite. Se podría decir que, una empresa que posea un ciclo productivo relativamente corto (alrededor de los 180), probablemente optará por el descuento de cheque o el descuento de facturas. Si la PYME posee un ciclo productivo mayor (mayor a 1 año) y/o necesita obtener un monto de financiación mayor, es posible que resulte conveniente emitir un fideicomiso, securitizando flujos futuros, cheques o créditos comerciales.

Por otra parte, las compañías que necesiten obtener financiamiento recurrentemente, deberían optar por la emisión de fideicomisos financieros, a medida que les sea necesario obtener dinero. Esto se debe a que las líneas de crédito que se pueden obtener de los bancos, ya sean préstamos o prefinanciaciones no son ilimitados, y, una vez que la compañía agotó una línea de crédito, le será difícil obtener una nueva línea, o en caso de ser posible, difícilmente logre conseguir la misma tasa que poseía con anterioridad, y a medida que la empresa se vaya endeudando, será cada vez más caro. Esto se debe a que la deuda se encontrará respaldada por los activos de la compañía y la tasa estará directamente relacionada con la proporción de endeudamiento que ésta posea. Consecuentemente, el nivel de endeudamiento estará limitado a medida que aumente el riesgo crediticio de la compañía. Una gran diferencia que se puede obtener al optar por la emisión de un fideicomiso financiero es que la tasa obtenida será la tasa demandada por el mercado, independientemente del riesgo de la empresa, ya que los bienes fideicomitidos serán los activos que respalden los valores de deuda emitidos, por lo que el riesgo de la compañía no influirá en la tasa obtenida.

Otra diferencia importante entre financiarse a través de un préstamo o un fideicomiso financiero es el monto a obtener con cada una de las alternativas. En el caso de los préstamos, una PYME podría obtener un monto que representa un determinado porcentaje de su activo. Mientras que en un FF, el monto de financiación obtenido puede ser mayor, ya que depende de las características de los activos a fideicomitir; por ejemplo, en el caso de contar con una importante cartera de créditos o, de lo contrario, utilizando una estructura revolving. En esta última alternativa, el agente de cobro transfiere periódicamente las cobranzas al fideicomiso, y con ellas se adquieren nuevos activos para el patrimonio cedido al fideicomiso. De esta manera se logra emitir títulos con una duration mayor a la duration de los activos que componen el patrimonio fideicomitado.

### **A) DESCUENTO DE CHEQUES**

El financiamiento de corto plazo en pesos a través de la Bolsa es actualmente uno de los pocos y principales mecanismos con el que cuentan muchas PYMES. Varias son las ventajas que brinda el sistema:

- 1- No afecta capacidad de líneas bancarias, por el contrario, agrega financiación,
- 2- Tasas más competitivas que las de bancos,
- 3- Permite descontar cheques propios,
- 4- Posibilidad de descontar cheques de hasta 360 días de plazo.

La negociación de cheques se realiza principalmente a través del denominado Sistema de Cheques Avalados. En este segmento las PYMES pueden negociar cheques propios o de terceros agregándoles el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR). El mecanismo involucra un análisis de la empresa y una evaluación del riesgo por parte de la SGR. La gran ventaja de los cheques avalados es que al contar con una garantía de una SGR le permite a las PYMES acceder a tasas similares a las obtenidas por grandes empresas.

## **CUADRO VII**

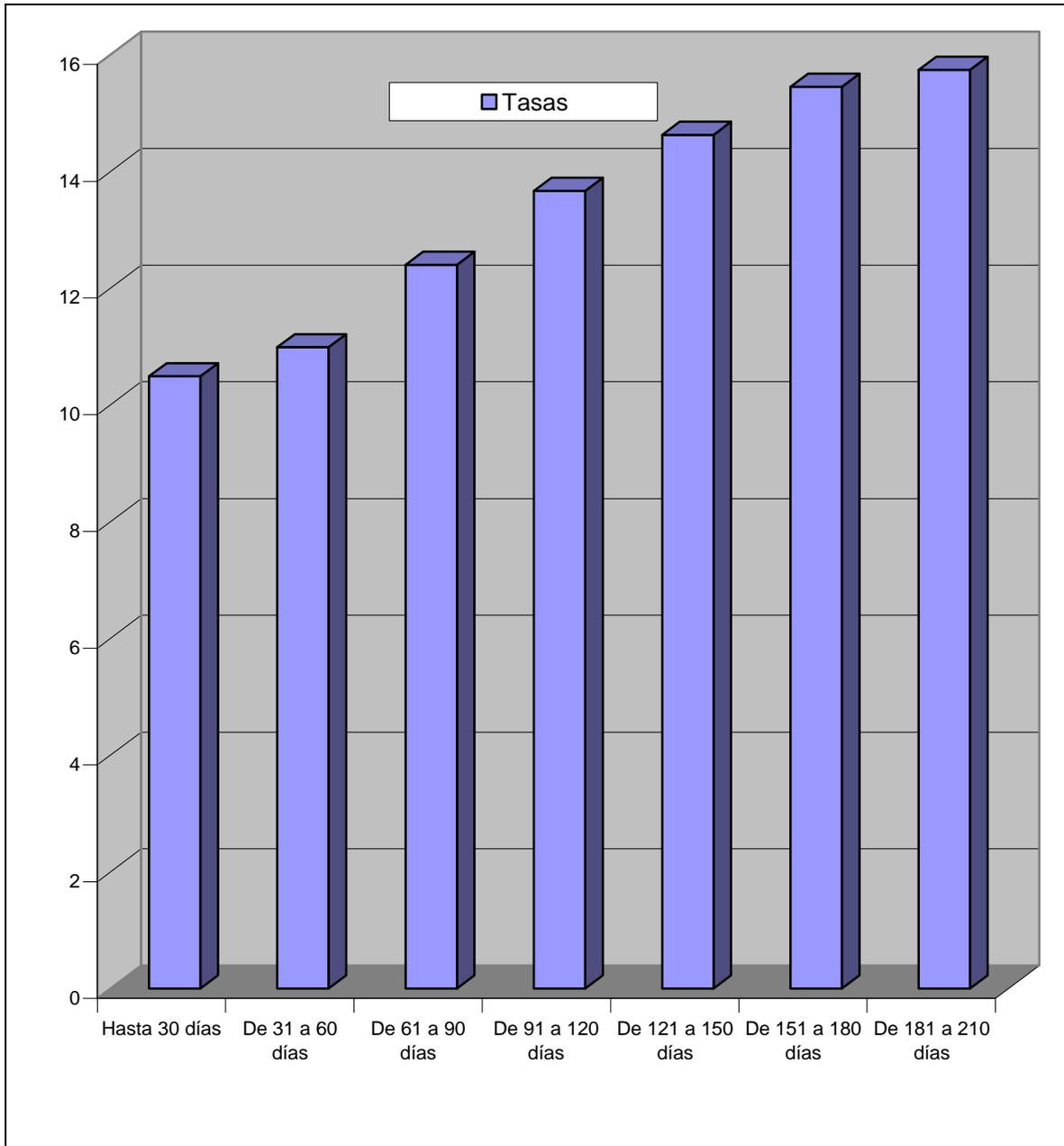
***Promedio Tasas\* de Descuento Cheques Avalados (Marzo 2010)***

Hasta 30 días	10.49 %
de 31 a 60 días	10.99 %
de 61 a 90 días	12.40 %
de 91 a 120 días	13.67 %
de 121 a 150 días	14.63 %
de 151 a 180 días	15.45 %
de 181 a 210 días	15.74 %

\*Al valor de las tasas deberá sumarse 3% anual correspondiente a los costos asociados a las SGR.

## GRÁFICO V

### TASAS DE DESCUENTOS DE CHEQUES (en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de tasas publicadas para descuento de cheques.

## **B) DESCUENTO DE FACTURAS O FACTOREO**

Esta alternativa se trata de un producto financiero ágil y rápido, que le permite a las PYMES conseguir una liquidez constante sin tener que recurrir a los préstamos bancarios. El factoreo es un mecanismo financiero en que una empresa vendedora cede sus facturas o cuentas por cobrar, a un ente especializado, llamado “factor”, con el fin de lograr liquidez a un corto plazo.

A cambio el factor percibe una remuneración previamente establecida. De esta forma las compañías obtienen casi de inmediato los fondos equivalentes al valor de las ventas que ya realizaron, pero que aún no han sido cobradas.

Las estimaciones de la Cámara de Factoreo señalan que en el país se descuentan alrededor de \$600 millones al año.

Para solicitar el servicio de factoreo, las compañías interesadas deben recurrir a las entidades financieras que lo ofrecen. Allí se les indicará cuáles son los requisitos que deben cumplir y los documentos legales o estados financieros que deberán entregar.

Una vez recibida la información, se realizará un análisis exhaustivo del historial crediticio de la empresa solicitante y de sus clientes pagadores. Al aprobarse la petición, se procede a formalizar el servicio mediante la firma de un contrato en el que el solicitante se compromete a ceder el cobro de sus facturas a la entidad financiera. A partir de ese momento, la descontadora inicia sus labores de cobro a cada deudor y otorga al vendedor un anticipo de las cuentas cedidas, que oscila generalmente entre el 80% y el 100% de cada factura. Además la entidad financiera se encarga de llevar la contabilidad de cada movimiento, disminuyendo así las cargas administrativas para las PYMES.

Una de las principales ventajas de esta alternativa radica en la posibilidad de obtener liquidez a corto plazo. Esto favorece a las compañías que necesitan contar con un capital de trabajo, pero que no califican para los créditos regulares. Muchas veces las empresas pequeñas solicitan préstamos a instituciones bancarias, pero son rechazadas porque no cumplen con todos los requisitos solicitados. Ante esta situación,

el factoreo se ha convertido en una atractiva opción para las PYMES que necesitan ingresos regulares para solventar sus gastos de operación, garantizando un mejor manejo de la liquidez y permitiendo reinvertir rápidamente las sumas producto de las operaciones de venta, lo que ayudará al crecimiento del negocio.

### **C) PRESTAMOS BANCARIOS**

El financiamiento de las PYMES en la Argentina a través del sistema bancario es uno de los principales problemas señalados por los empresarios y por las instituciones públicas y privadas que se encuentran involucradas con las PYMES.

En el caso de las PYMES argentinas, el problema de acceso al crédito se presenta por varios motivos. En la asignación del crédito los Bancos evalúan tanto la situación del sector donde la PYME se desarrolla, como las condiciones específicas que presenta la firma. La información asimétrica existente entre oferentes y demandantes de crédito aumenta cuanto menor es el tamaño de la empresa y mayor la heterogeneidad de los proyectos. A ello se suma, la falta de capacidad de las PYMES para procesar toda la información referente de la cantidad de líneas de crédito existentes en el mercado y los procedimientos de acceso a ellas. Esto último implica, tener al día el pago de impuestos y balances con la mayor cantidad de información sobre la empresa. Por otro lado la historia crediticia de las firmas es escasa. Esto último sumado a lo anterior, aumenta la dificultad de los bancos para medir el riesgo implícito al otorgar el crédito.

Adicionalmente en la mayoría de los casos las PYMES no están en condiciones de satisfacer los requerimientos con relación a las garantías, que son mayores a medida que el riesgo aumenta. Es muy probable que una PYME cuente con pocos activos que puedan elegirse para ser usados como colateral de un crédito bancario.

A pesar de no ser el modo más simple para una PYME para financiarse, en los últimos meses del año 2009 y los primeros meses del año 2010, los Bancos líderes sacaron al mercado propuestas crediticias renovadas para tentar a este tipo de empresas.

Las tasas que ofrecen los Bancos van desde el 14% hasta el 17% dependiendo de la entidad, los plazos y el monto a prestar.

Las PYMES reconocen que el acceso al financiamiento es uno de los aspectos claves a la hora de definir la competitividad y el crecimiento, es por eso que ante esta propuestas de los Bancos por captar clientes, a partir de marzo de 2010 la demanda de créditos por parte de las PYMES comenzó a mostrar cierta reactivación en capital de trabajo y en financiación de bienes de capital.

### **3.3.2 ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE CAPITALES**

En países desarrollados el mercado de capitales canaliza el ahorro de la sociedad hacia el sector productivo, convirtiéndose en una de las posibilidades lógicas de cualquier empresa para el financiamiento de sus proyectos. A nuestro país le cuesta entrar en este ciclo virtuoso. Sin embargo, en los últimos años se ha manifestado un interesante avance dado no sólo por las entidades privadas que operan en el mercado, sino también por las entidades reguladoras y gubernamentales.

En Argentina, las PYMES no suelen acercarse al mercado de capitales debido principalmente a la falta de información sobre el funcionamiento del sistema bursátil y la reticencia a presentar datos contables de la empresa. El bajo nivel de acceso se explica por el desconocimiento de los instrumentos disponibles y, si ese no es el obstáculo, existen problemas con la informalidad o con la exigencia de niveles de organización adecuados dentro de la empresa. Otra de las causas también puede ser la trayectoria, ya que numerosas empresas no tienen muchos años de historia, por lo que puede dificultarse conseguir financiamiento de mediano o largo plazo.

Cuando una PYME decide ingresar al mercado de capitales, por lo general siguen ciertos pasos, mediante los cuales van utilizando gradualmente distintos instrumentos financieros disponibles en el mercado.

Cuando una PYME haya demostrado capacidad de pago y altos niveles de profesionalismo en sus proyectos de inversión, puede emitir obligaciones negociables (ON). Las ON resultan ser una buena opción para las pequeñas y medianas empresas, puesto que les permite planificar su flujo de fondos (se pacta una tasa y las fechas de pago de las amortizaciones) y el costo de emitir las no es elevado, se estima un 3% sobre el monto total considerando todos los gastos.

Las PYMES también pueden incursionar en el mercado accionario a través del Panel PYME, aunque en nuestro país la participación alcanza a pocas empresas. No necesariamente esto es una característica observable únicamente en los países en desarrollo, por ejemplo, en Brasil las PYME representan el 24% del total, lo cual indica que hay mucho por hacer en lo que respecta a la promoción de esta fuente de financiamiento.

El inconveniente para las PYMES radica en la atracción de inversores, ya que para hacerlo deben contar con una sólida trayectoria. A su vez, y fuera del alcance de las empresas en particular, las condiciones de la economía en general son un factor adicional altamente relevante en nuestro país, puesto que la inestabilidad que ha caracterizado a la Argentina en los últimos años influye en el optimismo de los inversores, impidiendo la posibilidad de planear inversiones en el mediano y largo plazo.

Un escenario positivo para la economía argentina necesariamente incluye un mercado de capitales que asegure el desarrollo productivo de las PYME. Si esto sucediera, las empresas que demuestren ser eficientes, ordenadas, formales y con trayectoria pujante, serían las que lograrían entrar en el mencionado círculo virtuoso de la inversión y el financiamiento, consolidando el crecimiento de nuestra economía.

Para poder evaluar las posibilidades de financiamiento que tienen las PYMES argentinas es necesario tener presentes las principales características de los instrumentos de financiación que encontramos en el mercado.

## **A) EMISIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES**

- Moneda: la mayoría de las emisiones se realiza en dólares estadounidenses.
  
- Flujo de Fondos: la empresa se compromete a desembolsar el flujo de fondos cierto, el cual depende de la amortización y de los intereses ofrecidos.
  
- Efecto contable: se incrementan los activos y el pasivo de la empresa. Este incremento podría generar una eventual suba de tasas de interés requeridas por el mercado en el resto de la deuda, dada la nueva estructura de capital de la empresa.
  
- Plazo: se encuentra acotado a la cancelación de la deuda.
  
- Control accionario: en principio, la emisión de ON no debería originar cambios en la estructura del directorio de la compañía. Se podría generar un cambio en el control accionario si las ON fueran convertibles en acciones.
  
- Tasas: el rendimiento que debe ofrecer una ON deberá ser superior al rendimiento de un bono soberano argentino nominado en dólares estadounidenses de similar duration.
  
- Información de la empresa: la emisión de este tipo de instrumentos genera que la compañía muestre información contable y de sus proyectos de inversión por pedido de los acreedores o calificadoras de riesgo, entre otros.
  
- Costos de la emisión: deberá pagar honorarios a quienes asesoren la estructuración y la posterior colocación más los gastos que genere la presentación de los estados contables requeridos por la CNV, los cuales deberán estar auditados por calificadoras de riesgo.

## **B) EMISIÓN DE ACCIONES**

- Moneda: las emisiones de acciones realizadas en el mercado de capitales argentino se efectúan en pesos, salvo emisión de acciones en mercados del exterior.
  
- Flujo de fondos: la ventaja de emitir acciones es que el inversor no exige un flujo de fondos cierto como lo que requiere el acreedor. Asimismo, se dice que esta falta de

certeza acerca de los flujos de fondos futuros se verá recompensada por un mayor retorno esperado.

-Efecto contable: se incrementan los activos y el patrimonio neto de la empresa, aunque se modifica el porcentaje accionario de la misma. Una emisión de acciones no debería tener efectos sobre los rendimientos exigidos por los acreedores, dado que estos cobran primero que el reparto de utilidades que se hace entre los accionistas.

-Plazo: las acciones no tienen vencimiento.

-Se puede realizar una recompra de acciones.

-Control accionario: la emisión de acciones provoca un cambio en los porcentajes accionarios, que pueden originar desde cambios en la gerencia, cambios en la composición del directorio de la empresa y hasta se puede llegar a perder el control accionario.

-Tasas: la renta esperada de una acción deberá ser superior al rendimiento esperado por un acreedor, dado que la renta de los accionistas es el residual de la ganancia de la empresa menos el pago de amortizaciones e intereses a los acreedores.

-Información de la empresa: al igual que la emisión de ON, este tipo de instrumentos genera que la compañía deba publicar cierta información contable y acerca de sus proyectos de inversión por pedido de los accionistas.

-Costos de emisión: deberá pagar a la empresa que asesore en la colocación más los gastos que genere la presentación de los estados contables requeridos por la Comisión Nacional de Valores.

### **3.4. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL FIDEICOMISO COMO HERRAMIENTA DE FINANCIAMIENTO**

El fideicomiso es una herramienta que se caracteriza por su flexibilidad a la hora de estructurar una emisión, de acuerdo a las necesidades del fiduciante. Dentro de las ventajas de emitir un fideicomiso encontramos los siguientes puntos:

-Emitir un fideicomiso financiero permite recuperar la liquidez y posibilita derivar a terceros el riesgo implícito en los activos ilíquidos.

-La transmisión de créditos al fideicomiso le permite a la empresa hacer frente a las necesidades de capital de trabajo, hacerse de una nueva fuente de fondos, disminuyendo el riesgo de iliquidez y estimulando el crecimiento de la compañía a largo plazo.

-Es un patrimonio de afectación separado tanto del patrimonio del fiduciario como del fiduciante y por lo tanto, los bienes fideicomitados están protegidos de la eventual acción de los acreedores del fiduciante y del fiduciario.

-Los activos fideicomitados se encuentran separados del riesgo de la empresa que los originó, lo que permite, dependiendo del tipo de activo, obtener para los valores fiduciarios una clasificación de riesgo más alta que la correspondiente a la empresa.

-Evita la intermediación, por cuanto los fondos son captados directamente de los inversores sin intervención de ningún intermediario financiero.

-Permite obtener fondos sin contraer deudas, es decir, sin aumentar el pasivo de la sociedad, ya que se trata de una fuente de financiamiento “fuera del balance” (“off-balance sheet”).

-Permite obtener financiamiento a empresas que de otro modo no podrían acceder al mismo por tener en el balance una relación deuda-patrimonio en un nivel no adecuado para el otorgamiento de un préstamo.

-La estructura del fideicomiso financiero permite la participación de varias entidades en calidad de fiduciantes, lo cual puede derivar en la disminución de los riesgos de inversión.

-Por sus características, el fideicomiso puede ser utilizado para el financiamiento de proyectos; con aptitud para adecuarse en su estructuración no sólo a las necesidades específicas de financiamiento sino también a las condiciones y finalidades de esos proyectos.

Dentro de las desventajas podemos mencionar:

-Altos costos de estructuración, ya que las PYMES tienen dificultad para realizar grandes emisiones y es solo con grandes montos de emisión que se puede disminuir el impacto de los costos iniciales de emisión.

-Corto plazo de repago, en referencia al corto plazo de los activos a fideicomitir; lo cual no permite absorber adecuadamente los costos fijos de estructuración.

### **3.5. VENTAJAS DEL FIDEICOMISO PARA LOS INVERSORES**

Si nos paramos desde el lado del inversor del fideicomiso veremos porque le puede resultar atractivo realizar este tipo de inversión.

Hay ciertos puntos a tener en cuenta antes de invertir en un fideicomiso, como ser:

- \*Calidad del fiduciante.
- \*Tipo de activos fideicomitados: créditos hipotecarios, cupones de tarjetas de crédito, propiedades, otros derechos.
- \*Resultado de emisiones anteriores.
- \*Calificación de riesgo del fideicomiso financiero.
- \*Periodicidad de los pagos de capital e intereses. Plazo total del instrumento.
- \*Fundamentos de la rentabilidad del instrumento.
- \*Aspectos particulares de los activos fideicomitados, por ejemplo, evolución de la originación de los flujos y la mora de los mismos, antigüedad de la cartera, plazo, vida remanente, entre otros.

La inversión en valores fiduciarios puede verse afectada por situaciones de mora o incumplimiento en el pago de los créditos, su ejecución judicial o pérdida neta. Ello dependerá, entre otros, de tres tipos de riesgo:

- A) Riesgo país: el cual mide el riesgo de una eventual insolvencia comercial o financiera de un país ante problemas políticos o derivados de graves perturbaciones económicas que puedan afectar la capacidad de repago de sus obligaciones.
- B) Riesgo sistemático o de mercado: es el riesgo no diversificable que afecta a todos los activos de una misma especie.
- C) Riesgo no sistemático: es el riesgo atribuible a factores que afectan solo a un activo.

Las calificadoras de riesgo valúan principalmente el riesgo no sistemático al evaluar la cartera de préstamos cedida por el fiduciante (mora, política de originación de créditos, mecanismo de cobro) y los riesgos asociados a la estructura.

Al no poder asegurarse la existencia de un mercado secundario fluido los inversores deben evaluar también el riesgo de liquidez del instrumento.

### **Ventajas para el inversor**

- Los fideicomisos financieros representan una buena alternativa de inversión puesto que ofrecen rendimientos más atractivos que las alternativas de inversión tradicionales, como ser los Plazo Fijos, ya que evitan la intermediación bancaria.

- El riesgo es acotado y calificado por profesionales.

- Permite la participación directa en grandes inversiones que de otra forma podría significar el desembolso de importantes sumas de dinero o quizás ni siquiera serían alternativas posibles.

- Hace líquido el título en el mercado secundario pudiendo transmitirlo en pago o darlo en garantía.

- En muchos casos, la renta obtenida está exenta de impuestos.

- No tiene tanta volatilidad como es el caso de los Bonos.

### **3.6. EJEMPLO. CASO PRÁCTICO**

En este ejemplo nos referiremos en primer lugar a la experiencia de una de las 9 Pymes asociadas a SECUPYME XXXIV y seguidamente explicaremos como funciona el programa de SECUPYME.

Una empresa de la Provincia de Buenos Aires, cuyo nombre desea preservar, se dedicada al cultivo de maíz y se vinculó a Garantizar S.G.R. como socio participe para poder acceder a condiciones más ventajosas de financiamiento en lo que se refiere a plazos, tasas y destino de los fondos.

Garantizar S.G.R. es quien se encargo de verificar la veracidad de la información brindada por la compañía a los efectos de verificar que se cumpla con el compromiso asumido por la empresa en el boleto que previamente se había firmado. Esta verificación comprende entre otras cosas el total de hectáreas a sembrar (en este caso 30 hectáreas).

Una vez que la empresa cumplió con los requisitos, se tomo contacto con la entidad financiera, en este caso representada por el Banco de Valores, quien se encargó de dar el financiamiento necesario para que la compañía pueda iniciar el proceso de cosecha. El aval de la S.G.R. es lo que permite a la empresa acceder a un crédito en condiciones más ventajosas que las que podría conseguir en otras circunstancias.

El costo financiero total del préstamo (incluidos intereses y gastos) se estableció en una tasa efectiva anual del 17 %, que deberá devolverse al momento de recolección de la cosecha. Los gastos serán deducidos al momento del otorgamiento del crédito.

Las empresas compradoras que en la edición SECUPYME XXXIV son Molinos Río de La Plata y Vicentín S.A. son las que tomaran las cosechas de las Pymes participantes. De esta manera ambas empresas ingresaran los fondos de las compras al fideicomiso y será el fiduciario (Banco de Valores S.A.) quien imputara al pago de los

VRD y de existir un remanente luego de la cancelación de estos, el fiduciario deberá entregárselo a las Pymes seleccionadas y/o a Garantizar S.A., según corresponda.

Esta Pyme logró de esta manera obtener financiamiento para la cosecha en condiciones que no le hubieran sido posibles conseguir de otra forma, siendo que las entidades bancarias se negaban a otorgar otro tipo de financiaciones para su operatoria. Cabe aclarar que el problema que tenía esta empresa es que toda su documentación no se encontraba en tiempo y forma y no contaba con garantías sustentables, por lo cual era una traba para poder acceder a otro tipo de financiamiento. Otra de las ventajas que esta Pyme consideraba era que ya tenía colocada su cosecha antes de realizar la siembra, lo cual le brindaba cierta tranquilidad.

La Pyme tomó esta forma de financiamiento como muy positiva y considera volver a entrar en un Fideicomiso en el corto plazo, no solo porque se le facilitó el financiamiento y la seguridad de colocación de cosecha, sino que también lo pensó para poder ampliar su capacidad productiva.

En el paso siguiente explicaremos como funciona el programa SECUPYME, el cual constituye un fideicomiso financiero en el cual se securitizan letras de cambio a la vista, libradas por cada Pyme Seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma Pyme seleccionada que la emite, y avaladas y aceptadas por Garantizar S.G.R.

El fideicomiso financiero SECUPYME, constituye el fideicomiso más importante en lo que respecta a emisión de fideicomisos financieros cuyos fiduciantes son pequeñas y medianas empresas. El mismo lleva emitidas 34 series de fideicomisos, desde el año 2002 al presente. Las emisiones se han realizado bajo el Programa Global de Emisión de Valores Fiduciarios SECUVAL, cuyo fiduciario es el Banco de Valores S.A. y el organizador es la Sociedad de Garantía Recíproca Garantizar.

## **Características principales del fideicomiso Secupyme XXXIV**

### **Resumen de la emisión. Puntos relevantes**

\*Fiduciario: Banco de Valores S.A.

\*Fiduciantes: Pymes Seleccionadas.

\*Organizador: Garantizar S.G.R.

\*Asesor Legal: Alchouron, Berisso, Brady Alet, Fernández Pelayo & Balconi.

\*Bienes Fideicomitidos:

**Letras de Cambio** emitidas en dólares por los fiduciantes a su orden y aceptadas y/o avaladas por Garantizar. La transferencia al fideicomiso es equivalente al valor nominal de las letras de cambio.

En el caso que la colocación de los Valores Representativos de Deuda (VRD) se efectúe a un precio distinto al valor nominal, el precio de adquisición de las letras de cambio se efectúa al precio de colocación de los VRD. El tipo de cambio a aplicar por fiduciario para comprar las letras de cambio será el mismo utilizado para la integración de los VRD. Los fiduciantes aportan la suma correspondiente a su contribución al fondo de gastos.

**Cobranzas emergentes de los Boletos de Compraventa** de Cereales, Oleaginosos y demás productos de la Agricultura, cedidas por las Pymes Seleccionadas (Crédito Cedido); Productos: soja, maíz y girasol. Esto incluye: los créditos que tienen las Pymes Seleccionadas sobre los respectivos boletos, cuyo monto no podrá ser inferior al valor nominal de cada letra de cambio, más el IVA que afecta a los intereses de las letras de cambio, más un aforo del 2,5% calculado sobre el capital nominal de la letra de cambio determinado para cubrir posibles gastos y/o cambios impositivos (“crédito cedido”).

Los bienes cedidos descriptos precedentemente constituyen los bienes fideicomitidos en relación a los VRD. La transferencia de los bienes fideicomitidos incluye la transferencia de todos los derechos económicos que emerjan de los mismos

-Garantía: La garantía otorgada por Garantizar S.G.R. se extiende al capital de la letra de cambio con más sus intereses y accesorios. Dentro de los accesorios se encuentra el aforo otorgado por cada Pyme Seleccionada del 2,5% calculado sobre el capital nominal de la letra de cambio determinado para cubrir posibles gastos y/o cambios impositivos. El fideicomiso está integrado por los bienes fideicomitidos constituyendo única y

exclusiva garantía y medio de pago de los VRD de acuerdo a los términos y condiciones de los mismos, y se rige en un todo conforme a las disposiciones que se detallan en el Suplemento Prospecto.

-Perfeccionamiento de la Cesión Fiduciaria de los Bienes Fideicomitidos: El fiduciario compra las letras de cambio en el mismo momento en que se perfecciona la cesión de los bienes fideicomitidos.

-Precio de Emisión: Los VRD son colocados al precio que determine el fiduciario conforme al rango de precios ofrecidos en las solicitudes de suscripción recibidas por los colocadores durante el período de colocación. El precio de suscripción está integrado al contado. Derechos que otorgan los títulos de deuda: restitución del capital más interés del 7% anual vencido.

-Plazo de Amortización: en un solo pago con vencimiento el 10 de Agosto de 2010.

-Tasa de interés: 7% anual vencido sobre el capital amortizado en cada fecha de liquidación.

-Forma: Los VRD están representados mediante un certificado global de carácter permanente, depositado en la Caja de Valores S.A.

-Mecanismo de Repago: Las únicas fuentes y mecanismos de repago de los VRD de conformidad con sus términos y condiciones provienen del cobro de los créditos correspondientes, y/o del cobro de la o las letras de cambio correspondientes y/o de la garantía otorgada por Garantizar, y entonces con tales fondos pagar los valores representativos de deuda.

-Forma de distribución de los ingresos al fideicomiso: El total de los fondos ingresados al fideicomiso como consecuencia del cobro de los bienes fideicomitidos y de las colocaciones realizadas por la existencia de fondos temporalmente ociosos, se imputan al pago de los servicios correspondientes a los VRD. De existir un remanente luego de la cancelación total de los VRD deberá ser entregado por el fiduciario a las Pymes Seleccionadas respectivas y/o a Garantizar S.A., según a quien corresponda.

-Cláusula de Pago: Las obligaciones bajo los valores representativos de deuda se pagan en cada fecha de pago exclusivamente en pesos al tipo de cambio comprador del Banco de la Nación Argentina, vigente al día hábil bursátil anterior a cada fecha de liquidación. Cada pago será imputado primero a impuestos, gastos, intereses y el resto a capital.

-Colocación: Los títulos de Deuda son ofrecidos al público mediante el Prospecto y el Suplemento de Prospecto, a través del Banco de Valores S.A. ( el “Agente Colocador”) con la intervención de agentes subcolocadores (Agentes y Sociedades de Bolsa del Mercado de Valores de Buenos Aires), al precio que determine el Fiduciario como resultado de aplicar el procedimiento denominado “subasta holandesa”.

-Precio de Suscripción: El precio de suscripción se integrará al contado en pesos al tipo de cambio comprador del Banco de la Nación Argentina, al cierre del día hábil bursátil anterior a la fecha de integración de la suscripción.

-Período de Suscripción: Se extiende por un período no inferior a cinco días hábiles bursátiles contados a partir de la publicación del aviso de colocación en el Boletín Diario de la BCBA.

- Fecha de Integración: A las 24 horas de la fecha de adjudicación.

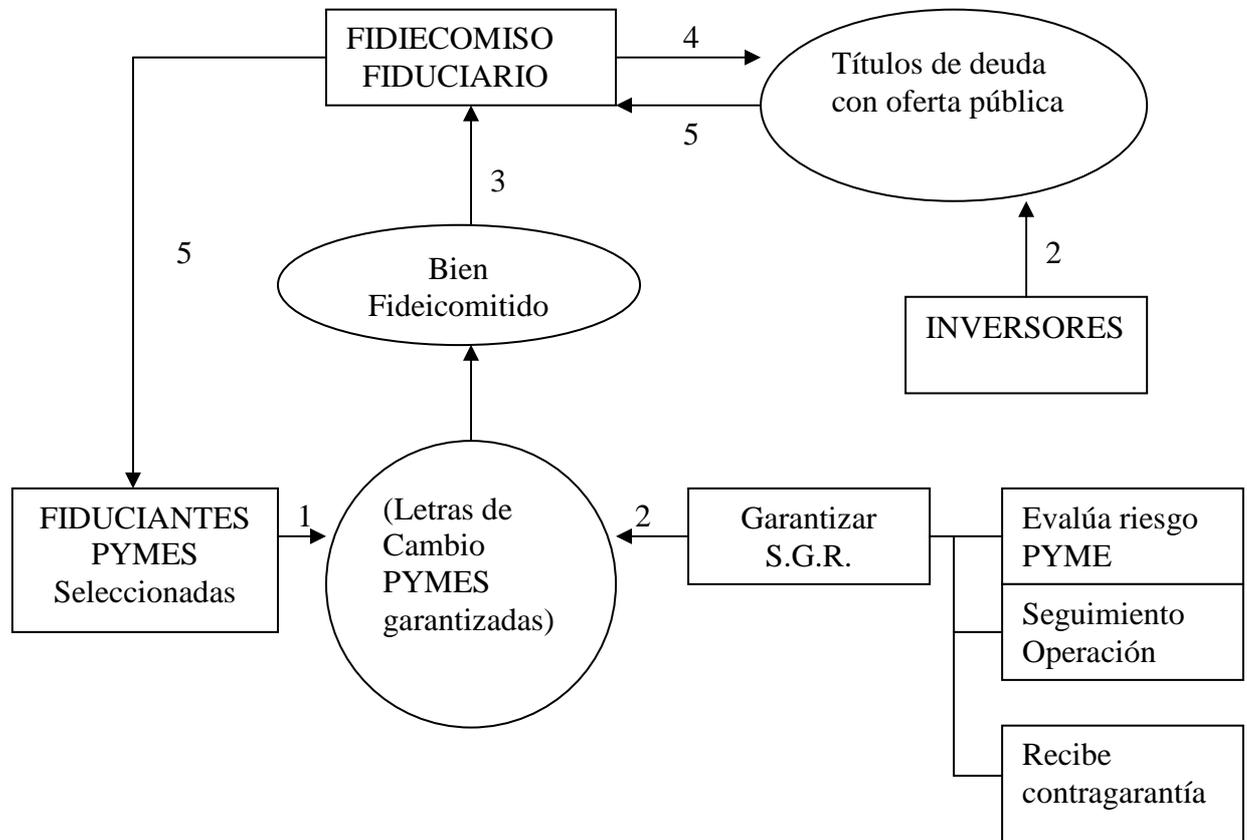
-Calificación de Riesgo. Los títulos de deuda cuentan con una calificación “Aa3”, asignada por Moody’s Latin América Calificadora de Riesgo S.A., la cual significa que los emisores o las emisiones presentan una capacidad crediticia alta con relación a otros emisores nacionales. El modificador 3 indica que la emisión se clasifica en el rango inferior de su categoría de calificación genérica y equivale al signo “-” utilizado por otras calificadoras locales.

-Garantizar SGR está calificada “Aa3.ar” por Moody’s Latin América Calificadora de Riesgo S.A.

Descripción Gráfica:

## **ETAPA 1: Adquisición de Títulos de Deuda emitidos por el Fideicomiso**

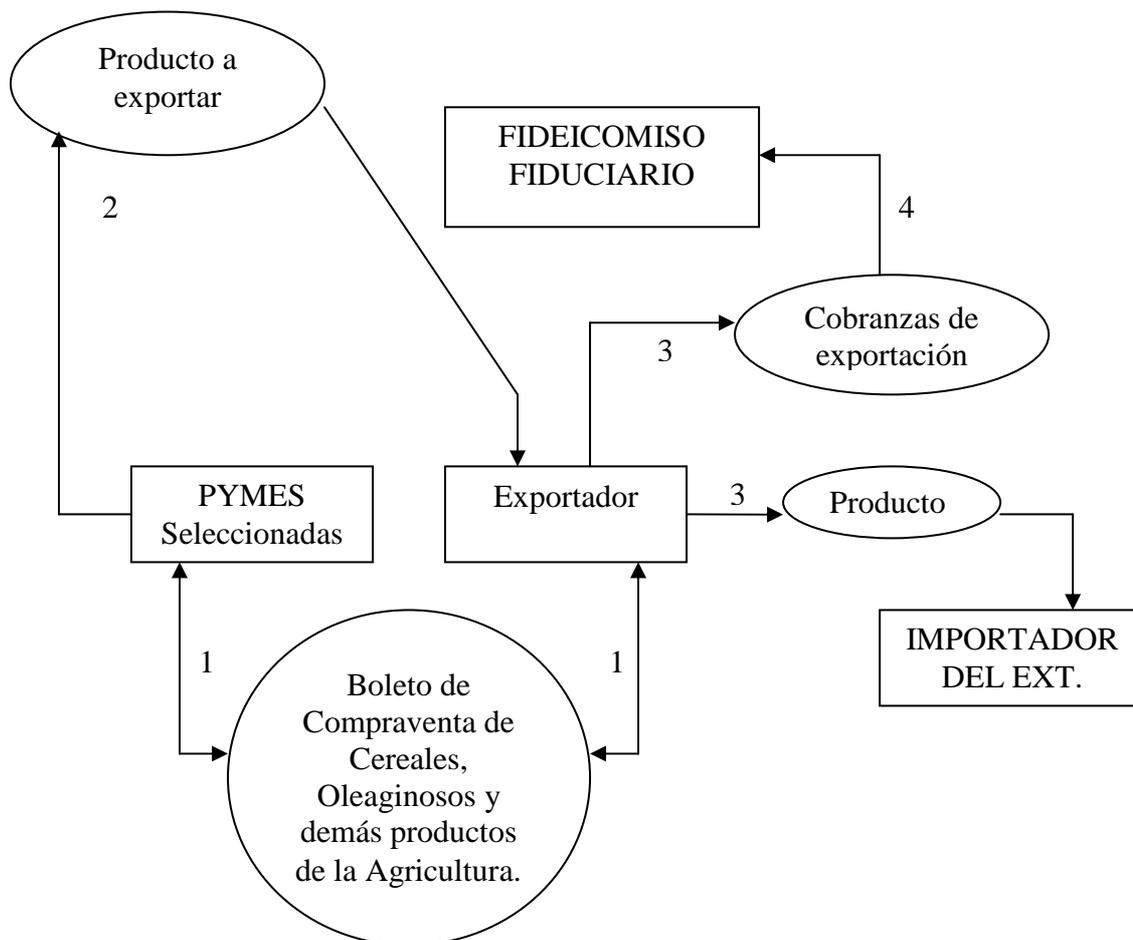
**CUADRO VIII**



1. Los fiduciantes (las PYMES Seleccionadas) libran letras de cambio a la vista, en dólares estadounidenses, a su orden.
2. Las letras de cambio son aceptadas y/o avaladas por Garantizar.
3. El fiduciario y los fiduciantes constituyen el fideicomiso que se integra con las letras de cambio, por el saldo de capital más intereses. Las letras de cambio que se transfieren al fideicomiso han sido originadas en dólares.
4. El Fiduciario emite títulos de deuda a los efectos de ser colocados por Oferta Pública.
5. Se les desembolsa el dinero a las PYMES para financiar las cosechas de los productos que se exportarán a través de un exportador habitual.

## **ETAPA 2: Entrega del producto al comprador y cancelación de los Valores Representativos de Deuda.**

## CUADRO IX



1. Boletos de compraventa de cereales, oleaginosos y demás productos de la agricultura, firmados entre las PYMES Seleccionadas y el comprador (Molinos Río de la Plata S.A., Vicentin S.A. y Costantini y Asociados S.A.) antes de que las PYMES Seleccionadas reciban la financiación del fideicomiso.
2. Las PYMES Seleccionadas entregan el producto al comprador en los términos de los boletos de compraventa. Asimismo las PYMES Seleccionadas ceden créditos provenientes de los boletos referidos en el punto 1 precedente, al fiduciario, conforme los términos y condiciones expuestos en el modelo del Contrato de Cesión.
3. Los compradores, por ser propio de su giro comercial el comercio internacional, realizan exportaciones de la especie del producto por un importe no menor a las sumas que los compradores deben abonar en concepto de precio a abonar por los boletos.
4. Con el dinero obtenido, el fiduciario cancela los títulos de deuda en su equivalente a moneda nacional al tipo de cambio aplicado a las liquidaciones de las exportaciones. El comprador aplicará las divisas originadas en dichas exportaciones al pago de sus

obligaciones bajo el los boletos, en dólares estadounidenses divisas, y transferirán dichas divisas a la cuenta que el fiduciario indique.

## **4. CONCLUSIÓN**

La pequeña y mediana empresa es el núcleo central del desarrollo y crecimiento de la economía argentina, contribuyendo a la estabilidad económica del país, a partir de conformar el sector que mayor mano de obra demanda de nuestra economía.

En países desarrollados el mercado de capitales canaliza el ahorro de la sociedad hacia el sector productivo, convirtiéndose en una de las posibilidades lógicas de cualquier empresa para el financiamiento de sus proyectos. Sin embargo, en Argentina, las PYMES se han acercado escasamente al mercado de capitales debido, entre otras cosas, a la falta de información sobre el funcionamiento del sistema bursátil y la reticencia a presentar información acerca de la empresa.

Hay que tener en cuenta que para su desarrollo la PYME necesita contar con recursos financieros que le permitan realizar una actividad empresarial positiva, capaz de reaccionar y adecuarse a las circunstancias actuales de los mercados, para ello todo esfuerzo orientado a facilitar la viabilidad del financiamiento a las PYMES debe tener en cuenta la totalidad de las exigencias que en materia de información, tasas, plazos y garantías deben enfrentar las PYMES.

Dado el importante papel de las PYMES en el mercado argentino, resulta de vital importancia contar con fuentes de financiamiento accesibles para las mismas, que faciliten su desarrollo en el mediano y largo plazo, a través del mercado de capitales.

Dentro de los instrumentos que se pueden encontrar en el mercado de capitales, el fideicomiso financiero representa un instrumento de financiación flexible y adaptable ante la diversidad de actividades en las que se desenvuelven las PYMES. Permite recuperar liquidez, derivando el riesgo implícito en los activos ilíquidos. Existiendo, además, una gran variedad de activos susceptibles de ser securitizados.

Sin embargo, desde sus comienzos, se han emitido pocos Fideicomisos Financieros PYMES, por montos relativamente pequeños, que han promediado los 10 millones de pesos. Esta escasa emisión de fideicomisos por parte de pequeñas y medianas empresas se ha debido principalmente a la dificultad de hacer frente a los costos de una

estructuración de este tipo (honorarios, gastos varios e impuestos), originados esencialmente en los bajos montos de emisión de los Fideicomisos Financieros PYMES y en el corto plazo de repago de los mismos, en función al corto plazo de los activos a fideicomitir.

A través de la comparación de fideicomisos con distintos montos de emisión, se pudo observar cómo, a medida que aumenta el monto de emisión, se van reduciendo los costos, tanto los de estructuración como el costo financiero total. Consecuentemente, se puede afirmar que las PYMES que podrán utilizar al fideicomiso como instrumento de financiación serán aquellas que posean los volúmenes y plazos suficientes como para estructurar una emisión que absorba considerablemente los costos fijos. De lo contrario, lo más conveniente será emitir un fideicomiso cuyo fiduciante esté conformado por un grupo de pequeñas y medianas empresas, permitiéndoles obtener financiación a un menor costo respecto a otras alternativas de fondeo, tal como es el caso de los fideicomisos garantizados por sociedades de garantía recíproca.

Como idea final podemos expresar que los programas que realiza SECUPYME al agrupar a pequeñas empresas son fructíferos ya que hay empresas que les es difícil conseguir otro medio de financiamiento por no tener respaldos o documentación completa o suficiente. Las empresas que se anotan en estos programas suelen estar satisfechas con los resultados obtenidos, ya que obtienen créditos a costos razonables, en un período de tiempo no muy extenso, sabiendo que lo van a poder devolver en tiempo y forma porque con este mecanismo ya cuentan con que su cosecha ya se encuentra colocada, por lo cual saben que van a poder saldar sus deudas. A las Pymes les resulta muy positivo poder contar con este medio de financiación es por eso que muchas de ellas se anotaron en más de un programa que realizo SECUPYME.

Una de las empresas participantes de este programa en la edición XXXIV calificó la experiencia como positiva ya que no solo consiguió el préstamo que necesitaba a un costo razonable, sino que además ya sabía con anterioridad que tenía colocada su cosecha, por lo cual iba a poder saldar su préstamo. Esta Pyme expreso que volvería a entrar a un programa de estos y que aspira en el futuro poder obtener un préstamo de esta manera para poder ampliar su capacidad productiva.

## **5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

5.1. [Albornoz César Humberto, Tapia Gustavo, Castro Mariana, Núñez Raquel. Fideicomisos. Cuadernos Profesionales, N°6. Edición Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Edición: Junio 2003.]

5.2. [Informe N° 28. Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.]

5.3. [Ley N° 24.441: Ley de Fideicomiso. Ediciones Errepar. Edición 1994.]

5.4. [Ley N° 24.467: Pequeña y Mediana Empresa. Ediciones Errepar. Edición 1995.]

5.5. [Ley N° 25.300: Fomento para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa. Ediciones Errepar. Edición 2001.]

5.6. [Lisoprawski S. V., Koper C. M. **Fideicomiso, Dominio Fiduciario y Securitización**. Editorial Depalma. Edición 1996.]

5.7. [Monteiro Martins Alberto. **“Fideicomiso Financiero como alternativa de financiamiento”**. Publicación Profesional & Empresaria, Tomo IX, Número 102. Ediciones Errepar. Edición Marzo 2008.]

5.8. [Normas de la Comisión Nacional de Valores Nuevo Texto 2001 (Texto aprobado por la Resolución General 368 actualizado hasta la Resolución General 534). Libro III. Capítulo XV FF.]

5.9. [Resoluciones Generales de la Comisión Nacional de Valores: 527/08 (Reglamentación Decreto N° 318/08 Pymes; 522/07 (Fideicomisos Financieros s/ oferta al público en general de certificados de participación); 519/07 (Fideicomisos Financieros y Fondos Comunes de Inversión cerrados para Pymes); 507/07 (Modificaciones al Libro III, Capítulo XV Fideicomisos-Normas CNV N.T. 2001); 506/07 (Definición Especial de Pymes para la emisión de deuda o capital).)

5.10. [Paginas Web: -ABA (Asociación de Bancos de la Argentina)

-SEPYME

-Comisión Nacional de Valores

-Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad  
Autónoma de Buenos Aires.]

**5.11.** [Citas: (1) Art. 2, Disposición 147/2006

(2) Art. 5, Disposición 147/2006

(3) Art. 6, Disposición 147/2006

(4) Art. 1, Ley 24.441.

(5) Art. 19, Ley 24.441.

(6) Art. 2 Capítulo XV de las Normas de la CNV.]

## **6. ANEXO**

## 6.1. ANEXO

### SOPORTE DEL CASO PRÁCTICO

(7.1)

Diagrama de roles en el programa SECUPYME XXXIV FIDEICOMISO FINANCIERO:

- BANCO DE VALORES** actuando exclusivamente como fiduciario financiero y no a título personal
- BANCO DE VALORES** Organizadores de la Emisión
- BANCO DE VALORES** Organizador de la Colocación
- GARANTIZAR** Avalista y Auditor Técnico
- PZI** Estructurador Comercial

PROGRAMA GLOBAL DE EMISIÓN DE VALORES FIDUCIARIOS "SECUVAL" BAJO LA LEY N° 24.441  
POR UN MONTO MÁXIMO EN CIRCULACIÓN DE HASTA  
US\$ 2.000.000.000 (o su equivalente en otras monedas)

RESUMEN DE TERMINOS Y CONDICIONES

**"SECUPYME XXXIV FIDEICOMISO FINANCIERO"**  
Valores Representativos de Deuda  
Por hasta un Valor Nominal de **US\$ 1.225.000.-**  
con vencimiento el 10-Agosto-2010

#### ANTECEDENTES

Los Valores Representativos de Deuda SECUPYME XXXIV con vencimiento el 10 de Agosto de 2010, por Valor Nominal de US\$ 1.225.000.- (los "Títulos de Deuda") que se ofrecen por el presente suplemento de prospecto (el "Suplemento de Prospecto") forman parte de un programa global (el "SECUVAL") organizado por el BANCO DE VALORES S.A. para la titulación de derechos creditorios, títulos valores y/o dinero (los "Instrumentos Financieros") mediante la constitución de fideicomisos financieros en los términos del Capítulo IV del Título I de la Ley N° 24.441 (cada fideicomiso, en adelante un "Fideicomiso Individual"), a través de la transmisión por parte de cualquier entidad o persona que se incorpore como fiduciante al BANCO DE VALORES S.A. o a cualquier otro fiduciario sustituto (el "Fiduciario") de la propiedad fiduciaria de los Instrumentos Financieros de que se tratan y la emisión por parte del Fiduciario en forma periódica durante la vigencia del SECUVAL de Títulos de Deuda y/o Certificados de Participación en el dominio fiduciario garantizados con los bienes fideicomitidos actuando el Fiduciario al emitirlos no como obligado sino exclusivamente como fiduciario financiero.

Garantizar S.G.R. actúa como Organizador del Presente Fideicomiso Financiero Individual. Los socios partícipes de Garantizar, que seleccionados por este reciban su garantía para incorporarse al Programa para financiar las exportaciones de los productos producidos (soja y/o maíz y/o girasol) (las "Pymes Seleccionadas") han acordado con Garantizar la constitución de SECUPYME XXXIV Fideicomiso Financiero mediante la titulación de letras de cambio a la vista, libradas por cada Pyme Seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma Pyme Seleccionada que la emite, y avaladas y aceptadas por Garantizar S.G.R.

#### SÍNTESIS DEL SUPLEMENTO AL PROSPECTO SECUPYME XXXIV FIDEICOMISO FINANCIERO

Organizador del Programa	Banco de Valores S.A.
Organizadores de la Emisión	Banco de Valores S.A. Garantizar S.G.R.
Estructurador Comercial	Perwyra Zorraquina, Ichaso & Asociados
Identificación del Fideicomiso:	SECUPYME XXXIV FIDEICOMISO FINANCIERO
Fiduciario:	Banco de Valores S.A.
Bienes Fideicomitidos	(a) Letras de Cambio a la vista,



	<p>libradas por cada Pyme Seleccionada en dólares estadounidenses a la orden de la misma Pyme Seleccionada que la emite y aceptadas y garantizadas por Garantizar;</p> <p>(b) Eventualmente, cobranzas emergentes de los Boletos de Compraventa de Cereales, Oleaginosos y demás Productos de la Agricultura, cedidas por las Pymes Seleccionadas (Crédito Cedido)</p>
<b>Títulos emitidos:</b>	Valores Representativos Deuda
<b>Valor Nominal de la Emisión:</b>	US\$ 1.225.000
<b>Plazo de Amortización</b>	En un solo pago con vencimiento el 10 de Agosto de 2010.
<b>Tasa de Interés</b>	7,00 % anual vencido (sobre un divisor de 360) sobre el capital amortizado en cada Fecha de Liquidación. Los intereses se devengarán desde la Fecha de Emisión de los VRD.
<b>Reembolso anticipado. Cancelación anticipada de Créditos.</b>	<p>Cuando existieran en la Cuenta Líquidez fondos provenientes del cobro de las Letras de Cambio y/o del cobro de la garantía otorgada por Garantizar, o cuando el Comprador hubiere girado la totalidad de las sumas correspondientes a los Créditos Cédidos, o hubiere realizado la liquidación final conforme lo dispuesto en el Anexo 4, y siempre que con dichos fondos se pueda proceder a cancelar la totalidad de las obligaciones que para las Pymes Seleccionadas de que se trate emerjan del libramiento de las Letras de Cambio, el Fiduciario dispondrá la cancelación anticipada total o parcial de los VRD. El valor de reembolso se imputará al pago de los VRD en la misma forma en que dicho valor se haya percibido, esto es el monto percibido en concepto de intereses se aplicará a los intereses devengados de los VRD y el percibido en concepto de capital a la amortización de dichos VRD. El reembol-</p>

	<p>so anticipado se anunciará durante un día en el Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, y se pondrá a disposición de los Beneficiarios en la fecha que tal aviso indique.</p>
<b>Mecanismo de Repago:</b>	<p>Las únicas fuentes y mecanismos de repago de los VRD de conformidad con sus términos y condiciones, ya sea en las fechas previstas para el cobro o como consecuencia de la cancelación anticipada referida en el ítem "Rescate Anticipado Total o Parcial" del presente, provendrán de el cobro del o de los Créditos Cédidos correspondientes, y/o del cobro de la o las Letras de Cambio correspondientes y/o de la garantía otorgada por Garantizar, y entonces con tales fondos pagar los Valores Representativos de Deuda. Sin perjuicio de ello, en caso que restando ocho días hábiles para el vencimiento de la obligación de pago de los VRD, el Fiduciario no hubiere percibido el importe correspondiente al crédito emergente de los Boletos, el Fiduciario deberá presentar inmediatamente al cobro las Letras de Cambio a Garantizar. En este caso Garantizar deberá efectuar el pago dentro del plazo señalado en el Anexo 1.5 del Contrato Suplementario de Fideicomiso Financiero.</p>
<b>Fecha de Liquidación</b>	<p>Es cada fecha en la que se perciban en la Cuenta Líquidez los fondos provenientes del cobro de los Créditos Cédidos, en la forma indicada en el párrafo siguiente, y/o del cobro de las Letras de Cambio y/o del cobro de la garantía otorgada por Garantizar. Sin perjuicio de lo expuesto precedentemente, (i) si ingresan en la Cuenta Líquidez fondos correspondientes a una Pyme Seleccionada, y dichos fondos no fueran suficientes para cancelar la totalidad de las obligaciones que para dicha Pyme</p>



	<p>Seleccionada emergan de la Letra de Cambio que libran, dichos fondos permanecerán en la Cuenta Liquidar hasta tanto ingresen las sumas necesarias para cancelar la totalidad de las obligaciones emergentes de la Letra de Cambio, tomándose como Fecha de Liquidación para la totalidad de los fondos ingresados en relación a dicha Pyme Seleccionada, el día del último ingreso de fondos; (ii) asimismo, si con anterioridad a la fecha prevista en la cláusula primera del Acuerdo de Pago al Fiduciario percibiéndose de un Comprador sumas provenientes del cobro de los Créditos Cedidos, y dichas sumas no fueran suficientes para cancelar la totalidad de las obligaciones emergentes de dichos Créditos Cedidos, el Fiduciario recién procederá a efectuar el pago de servicios de los VDR, en la fecha prevista en la referida cláusula, entendiéndose la misma como Fecha de Liquidación, salvo que con anterioridad a dicha fecha: (i) el Fiduciario recibiere de dicho Comprador las sumas necesarias para hacer frente a la totalidad de las obligaciones emergentes de dichas obligaciones emergentes de dichos Créditos Cedidos, o (ii) el Comprador realice una liquidación final conforme lo acordado en el Anexo 4, en cuyo caso serán dichas fechas las que se tomen como Fecha de Liquidación.</p>
Fecha de Pago	<p>En cada fecha de pago de los VRD la que se produzca a las 72 hs. de cada Fecha de Liquidación.</p>
Forma de los Títulos	<p>Certificado Global de carácter permanente depositado en Caja de Valores S.A.</p>
Colocación	<p>Los Títulos de Deuda SECUPYME XXXIV serán ofrecidos al público mediante el Prospecto y el presente Suplemento de Prospecto, a través del Banco de Valores S.A. con la intervención de agentes</p>

	<p>subcolocadores (Agentes y Sociedades de Bolsa del Mercado de Valores de Buenos Aires, (los "Colocadores") al precio que determine el Fiduciario. El precio de suscripción será integrado al contado.</p>
Sistema de Colocación	<p>Subasta Holandesa (Dutch Auction)</p>
Mecanismo de Adjudicación	<p>Para la suscripción de los Valores Representativos de Deuda cada oferente que cumpla con los requisitos exigidos podrá presentar una o más ofertas de suscripción por los tramos competitivo y no competitivo.</p> <p>Tramo Competitivo: Las ofertas mayores a VN n°s 17.000.- correspondientes a los Valores Representativos de Deuda se considerarán "ofertas de tramo competitivo" y deberán indicar, en todos los casos, la TIR (Tasa Interna de Retorno) solicitada.</p> <p>Tramo no Competitivo: Las ofertas iguales o inferiores a VN n°s 17.000.- se considerarán "ofertas de tramo no competitivo" y, a diferencia de la de "tramo competitivo", no deberán incluir la TIR solicitada y se adjudicarán a tasa de corte.</p> <p>Las ofertas recibidas serán adjudicadas de la siguiente manera, en primera instancia se adjudicará la sumatoria de los montos de las ofertas recibidas por el Tramo no Competitivo, luego el monto restante se adjudicará a quienes las formularán bajo el Tramo Competitivo comenzando con las ofertas que solicitan la menor TIR, en orden creciente de tasa y continuando hasta agotar los Valores Representativos de Deuda disponibles. A los efectos de la determinación de la Tasa de Corte se tomará en cuenta la sumatoria de los montos de las ofertas recibidas por el Tramo no competitivo y Tramo Competitivo.</p> <p>La adjudicación se realizará a un precio único (establecida sobre la</p>



	<p>base de la mayor tasa aceptada) para todas las ofertas aceptadas (la "Tasa de Corte"), que se corresponderá con la mayor tasa ofrecida que agote la cantidad de Valores Representativos de Deuda emitidos.</p> <p>Habiendo ofertas por el Tramo no Competitivo y ante la inexistencia de ofertas en el Tramo Competitivo la Tasa de Corte se fijará igual a aquella establecida en las condiciones de emisión de los Valores Representativos de Deuda, o se podrá declarar desierta la adjudicación de los mismos, considerando para ello pautas reconocidas y objetivas del mercado, quedando pues sin efecto alguno la totalidad de las Ofertas de Suscripción recibidas y respecto de los Valores Representativos de Deuda, las cuales serán restituidas a los Ofertantes respectivos. Esta circunstancia no otorgará a los Ofertantes derecho a compensación ni indemnización alguna.</p>
<b>Forma de Integración</b>	El precio de suscripción se integrará en pesos al tipo de cambio Comprador del Banco de la Nación Argentina, al cierre del día hábil bursátil anterior a la fecha de integración de la suscripción.
<b>Evento Cambiario</b>	Definido art. 2 Contrato Fideicomiso. Liquidación de divisas.
<b>Periodo de suscripción</b>	Se extenderá desde el 4-12-09 hasta el 11-12-09 inclusive.
<b>Pricing. Adjudicación</b>	14-12-09 A las 24 hs. de cerrado el periodo de colocación los Agentes Colocadores notificarán a los inversores que hayan resultado adjudicados el Valor Nominal adjudicado, el precio de adjudicación y el monto en pesos a integrar.
<b>Fecha de Integración</b>	A las 24hs. de la fecha de adjudicación 15-12-09
<b>Cotización</b>	Los VRD podrán cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires ("BCBA") y negociarse en el Mercado Abierto Electrónico S.A.



	("MAE").
<b>Clausula de pago de los VRD</b>	<p>Las obligaciones bajo los Valores Representativos de Deuda se pagarán en cada Fecha de Pago en pesos al tipo de cambio Comprador para el dolar divisa del Banco de la Nación Argentina, vigente el día hábil bursátil anterior a cada Fecha de Liquidación, en tanto se encuentre en vigencia la Comunicación "A" 3820 del BCRA. En caso contrario, o si la legislación vigente lo permitiere, serán pagadas en Dolares Estadounidenses. Sin perjuicio de ello, si subsiste un Evento Cambiario, tal como se indica más adelante, y en dichas circunstancias existiere un desdoblamiento del mercado de cambios, los Valores Representativos de Deuda se abonarán en pesos, de acuerdo al tipo de cambio comprador por el cual se liquiden las divisas para el sector agroexportador, vigente al día hábil bursátil anterior a la fecha de liquidación, conforme lo establezca la normativa aplicable. Cada pago será imputado primero a impuestos, gastos, intereses y el resto a capital. A los efectos del presente se entenderá por Evento Cambiario lo siguiente: (a) desdoblamiento del mercado de cambios o mercado unico de cambios, y/o (b) fijación del tipo de cambio, y/o (c) cualquier efecto similar ocasionado por normas o regulacion que produzcan una modificación del régimen de cambios y/o de transferencias de moneda desde el exterior y/o de exportación o liquidación de divisas y/o efectos similares, y/o (d) diferencia de cambio ocasionada por la precancelación de las exportaciones en el impuesto de aplicación de tipos de cambios diferentes a la operación comercial de venta o financiera de prefinanciación, debiendo percibir el importe por la operación específica que se</p>



	<p>efectúa. Se entenderá también por Evento Cambiario (a) cualquier acto o serie de actos u omisión o serie de omisiones del Banco Central de la República Argentina (el "BCRA") que (i) obligan a los exportadores a liquidar las divisas en el Mercado Único y Libre de Cambios de conformidad con las disposiciones del BCRA o cualquier otra forma o mercado; o (ii) obligan a los exportadores a liquidar y ceder las divisas al BCRA; o (iii) prohíban a los exportadores comprar dólares estadounidenses con pesos argentinos (u otra moneda de curso legal de la República Argentina en la fecha de pago); o (iv) prohíban o no autoricen a los exportadores a transferir, directa o indirectamente, fuera de la República Argentina, dólares estadounidenses; o (v) prohíban o no autoricen a los exportadores a efectuar localmente pagos en dólares estadounidenses.</p> <p>En caso que no subsista un Evento Cambiario a la fecha en que Argentina S.A. y/o LDC Argentina S.A. (denominados en forma conjunta los "Compradores" y en forma individual e indistinta el "Comprador") deben cumplir con sus obligaciones emergentes de cada Boleto, el Comprador se obliga a transferir los dólares estadounidenses correspondientes a la cuenta que el Fiduciario le indique.</p>
Agente Colocador	Banco de Valores S.A., con la intervención de agentes subcolocadores (Agentes y Sociedades de Bolsa del Mercado de Valores de Buenos Aires).
Calificación de Riesgo	 <small>Moody's Letra de Cambio</small> <small>Contribuyente de Buenos Aires S.A.</small> <b>"Aa3.ar"</b>
Asesores Legales	Alchoum, Barison, Brady Alet, Fernández Palayo & Balconi

## DESCRIPCIÓN DE LOS BIENES FIDEICOMITIDOS

(a) Las Letras de Cambio emitidas en dólares por los Fiduciarios a su orden y aceptadas y/o avaladas por Garantizar. La transferencia al Fideicomiso será equivalente al valor nominal de las Letras de Cambio. En el caso que la colocación de los VRD se efectúe a un precio distinto al Valor Nominal, el precio de adquisición de las Letras de Cambio se efectuará al precio de colocación de los VRD. El tipo de cambio que deberá aplicar el Fiduciario para abonar el importe correspondiente a la transferencia de las Letras de Cambio será el mismo utilizado para la integración de los VRD. Los Fiduciarios aportarán la suma correspondiente a su contribución al Fondo de Gastos, conforme lo determinado en el artículo 8.4.1 del Contrato Suplementario de Fideicomiso.

(b) Los créditos que eventualmente y sujeto a la efectiva entrega de Producto las Pymes Seleccionadas tendrán sobre los respectivos Boleto, cuyo monto no podrá ser inferior al valor nominal de cada Letra de Cambio, más el IVA que afecta a los intereses de las letras de cambio ("Crédito Cedido"); véase el Contrato de Cesión adjunto como Anexo 3 al Contrato Suplementario de Fideicomiso Financiero.

### 1. Letras de Cambio

La siguiente descripción de las Letras de Cambio no pretende ser completa y se encuentra sujeta en su totalidad a los términos y condiciones de las mismas, y a los documentos que instrumentan su emisión, copia de los cuales se encuentran a disposición de los potenciales inversores para su revisión en el domicilio del Fiduciario dentro del horario habitual bancario, a partir del décimo día hábil posterior a la fecha de integración. Copia del modelo de las Letras de Cambio se adjunta al Contrato Suplementario de Fideicomiso Financiero como Anexo 1.a.

**Fecha de Adquisición:** En el plazo de cinco (5) días hábiles contados a partir de la fecha de integración de los Valores Representativos de Deuda.

**Valor Nominal Total:** U\$S 1.225.000.-

**Tasa de interés:** 7,00 % anual vencido (sobre un divisor de 360)

**Fechas de pago:** A la vista.

**Girado:** Garantizar acepta abonar el valor nominal total de las Letras de Cambio. Copia de los modelos de certificados



de garantía se adjunta al Contrato Suplementario de Fideicomiso Financiero como Anexo I.b.

**Moneda de pago:** Las Letras de Cambio serán pagadas en Dólares Estadounidenses.

**Impuestos:** Todos los impuestos, presentes y futuros, cuyo sujeto imponible sean las Pymes Seleccionadas, en su carácter de emisoras de las Letras de Cambio, o que gravaran los pagos a realizarse por las Pymes Seleccionadas, así como cualquier multa, interés resarcitorio o punitivo que pudieran resultar de dichas obligaciones tributarias será pagado por las Pymes Seleccionadas. Las Pymes Seleccionadas acrecentarán ("grossing-up") el valor de cualquier deducción y/o retención que pudieran ser aplicable a los montos pagaderos al Fideicomiso Financiero SECUFYME XXXIV bajo las Letras de Cambio para asegurarse que el pago a ser recibido por esta, sea neto de retenciones y/o deducciones.

**Ley Aplicable:** El presente contrato y todas las relaciones jurídicas que de él derivaren, quedan sometidas a la ley de la República Argentina.

## LOS COMPRADORES

### 1. MOLINOS RIO DE LA PLATA S.A.



#### • Breve reseña histórica

Molinos Río de La Plata es una empresa argentina líder de consumo masivo, productora y comercializadora de productos alimenticios.

Molinos posee el principal y más competitivo complejo productivo en aceites saturados del país y en virtud del peso de esta categoría de producto en el complejo aceitero global, uno de los más competitivos del mundo. Está expandiendo y consolidando su presencia en el mercado internacional de alimentos, llegando a más de 50 países alrededor del mundo. La facturación de productos saturados vendidos fuera de nuestro país alcanzó a US\$ 101,8 millones en el 2004.

Sudáfrica y Angola fueron dos destinos relevantes en los cuales se verificó un crecimiento importante de las exportaciones.

Siguiendo la tendencia del 2003, América Central y el Caribe fueron dos regiones donde la compañía continuó consolidando su presencia y buscando oportunidades de



nuevos negocios con la introducción de productos nuevos al margen de los aceites saturados y las pastas.

En Asia, y continuando con el trabajo que se ha venido desarrollando en los últimos años, las exportaciones continuaron creciendo, muy especialmente en Japón y en China.

Esta labor diaria de Molinos de expansión y consolidación en el mercado internacional ha sido destacada nuevamente: por cuarto año consecutivo, Molinos fue reconocido como el mayor exportador argentino en el rubro de alimentos, por el Ministerio de Relaciones Exteriores, Comercio Internacional y Culto de la República Argentina reconoce la labor de las principales empresas exportadoras del país.

Para obtener mayor información sobre "Molinos Río de la Plata S.A." véase la sección correspondiente del Suplemento de Prospecto.

### 2. VICENTIN S.A.



#### • Breve reseña histórica

Vicentin S.A.I.C fue fundada en 1929, iniciando la actividad industrial en 1937 con la inauguración de la primera planta de desmote de algodón en Avellaneda, Pcia de Santa Fe. Seis años después, la compañía comenzó con la molinada de oleaginosas en Avellaneda, con el fin de producir aceite vegetal y subproductos.

Actualmente, el grupo cuenta con tres plantas de molinada de oleaginosas, seis plantas de desmote, una hilandería y un puerto. Vicentin es el procesador de algodón líder en el país y está totalmente integrada verticalmente dentro del negocio del algodón, abarcando desde el proceso de desmote hasta los procesos de hilado y de tejido. Además, ocupa los primeros lugares entre las mayores empresas de molinada de oleaginosas del país.

Actualmente el puerto de Vicentin es uno de los más importantes del país, ocupando el segundo lugar en cuanto a exportaciones de pellets de soja y tercero en cuanto a aceite de soja.

El perfil comercial del grupo es el resultado de una combinación de diferentes actividades, siendo la molinada de oleaginosas la actividad principal, representando el 93% de las ventas. A partir de 2000 variará la composición de las ventas en función de la adquisición de Friar S.A, el cual vende más de u\$s 100 millones por año y exporta el 60% de su producción.



Los ingresos por ventas se componen a través de: La molienda (88,72%); el hilado (5,06%); el embotellado (4,32%); servicios portuarios (0,43%) y otros (1,47%).

Las ventas en el mercado local representan el 12,70% del total, siendo su composición la siguiente: Hilados y telas (35,99%); aceite embotellado (34%); aceite y subproductos (20,27%); fibra de algodón (6,37%) y servicios portuarios (3,37%).

Para obtener mayor información sobre "Vicentin SAIC" véase la sección correspondiente del Suplemento de Prospecto.

### EL ORGANIZADOR

**GARANTIZAR S.G.R.**



### COMPOSICION DEL CAPITAL SOCIAL Y DETALLE DE SOCIOS

Al 31/12/09, el capital social de la SGR está representado en un 49% por 214 socios protectores y en un 51% por 4.097 socios partícipes. La participación de los socios protectores no podrá exceder el 50% del capital social, y la de cada socio partícipe no podrá superar el 5% del mismo.

### RIESGOS VIGENTES

La relación de cobertura entre riesgo vivo y fondos de riesgo y su evolución de acuerdo a los balances medidos se consideran aceptables, como se observa en la siguiente tabla:

	31/12/2007	31/12/2008	31/08/2009
Riesgo Vivo	410.306.972	483.498.764	530.194.727
Fondo Riesgo General*	225.285.356	188.836.727	191.321.061
Fondo Riesgos Especif.*	15.006.513	10.256.359	10.606.651
Fondos Riesgos Total	240.291.869	199.093.086	201.927.712
RV/FR	1,7	2,43	2,62

\*Caja + Inversiones.



### COMPOSICION DE LOS FONDOS DE RIESGO

El Fondo de Riesgo General está compuesto por el aporte de 210 socios protectores y 5 aportantes no socios, con un monto de aportes originales vigentes al cierre del ejercicio del 31/12/08 de \$188.836.727.- aprox. correspondiente al Fondo de Riesgo General.

Entre los socios protectores de sector público destacan el Banco de la Nación Argentina, el Banco de la Ciudad de Buenos Aires y el Banco de Inversión y Comercio Exterior.

Los socios protectores que aportan al Fondo de Riesgo General obtienen beneficios impositivos a través de la deducción del 100% del aporte en la determinación del impuesto a las ganancias del ejercicio fiscal donde se produzca el aporte, siempre y cuando se cumpla con el plazo mínimo del aporte, y el otorgamiento de garantías por parte de la S.G.R. En cuanto a los que aportan al Fondo de Riesgo Fiduciario (Específico) el beneficio impositivo se reduce al 66,66%.

Si bien las SGR deben invertir en los activos previstos para las inversiones de los fondos de jubilaciones y pensiones dentro de los límites, las mismas tienen la salvedad de que se les admite colocar el 100% del fondo de riesgo en depósitos a plazo fijo.

Para obtener mayor información sobre "Garantizar S.G.R." véase la sección correspondiente del Suplemento de Prospecto.

### ESTRUCTURADOR E IMPLEMENTADOR COMERCIAL



Parvira Zorraquin, Ichaso y Asociados S.A. (PZI) es una empresa argentina de servicios liderada por profesionales con más de 20 años de experiencia brindando soluciones sólidas y confiables en materia jurídica, económica, comercial y financiera. Inscripta en la Inspección General de Justicia bajo el número 11.877 del libro 22 de Sociedades por Acciones, con domicilio legal en la calle Sarrieno 663 piso 5° de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y domicilio fiscal en Juncal 802 Piso 4° I de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Desde sus comienzos, PZI se dedicó al asesoramiento jurídico, reestructuraciones de deudas y gestión de cobranzas que, sumado a la vasta experiencia de los Socios en distintos sectores de la industria y la producción, le permitió consolidarse en el diseño e implementación de estructuras financieras para financiar cadenas de valor. En las mismas, se involucra a todos sus participantes; ya sean grandes empresas o Pymes. Así las soluciones y el servicio se entienden a clientes, proveedores, usuarios,



Bancos, fondos de inversión directa, y todo aquel que forma parte de la cadena de valor sobre la cual se trabaja.

#### AGRONEGOCIOS:

PZI diseña soluciones a medida y desarrolla e implementa vehículos financieros, comerciales y de inversión, de probada transparencia y solidez, a fin de potenciar el crecimiento de sus clientes a través del concepto de cadena de valor y asociatividad, lo que permite la obtención de insumos, servicios, y recursos financieros en forma más eficiente.

Como estructurador comercial, PZI ejerce un minucioso proceso de control y seguimiento de todas las operaciones bajo su responsabilidad, cuidando en cada etapa el cumplimiento de las obligaciones asumidas por las partes y garantizando los mejores resultados.

Desde el año 2002, PZI ha estructurado fideicomisos financieros con y sin oferta pública (Serie Secuopyme, Serie Multiopyme y Serie Garuopyme) por más de US\$ 200 millones, para el financiamiento de cadenas de valor, involucrando a exportadores, acopiadores, proveedores de insumos y más de 300 productores de todo el país.

En el transcurso de la actividad de PZI, se ha gestionado recuperos, cobros y/o regularizaciones de deudas por más de US\$ 60 millones.

Para obtener mayor información sobre "Pereyra Zorregui, Ichaso y Asociados S.A." véase la sección correspondiente del Suplemento de Prospecto.

#### PROCESO SELECCIÓN PYMES

Garantizar efectuará el control sobre las PyMEs seleccionadas a los efectos de cumplir con los compromisos asumidos por ellas, en el Boleto.

Para ello se utilizará personal propio, asesores externos con calificación profesional en la materia y personal de los Compradores. El procedimiento será el siguiente:

- A. Visitas preliminares al establecimiento de cada Pyme Seleccionada, para verificar en el caso de productores proveedores el total de hectáreas a sembrar o en su caso, determinar el total de hectáreas sembradas de soja y en el caso de distribuidores de insumos verificar sus instalaciones y depósitos de mercaderías.
- B. Estimación en cada caso, de la fecha probable de cosecha.
- C. Visita periódica a los establecimientos de cada Pyme Seleccionada (productores proveedores), controlando el desarrollo, estado fitosanitario y avances de las plantaciones, como así también el volumen (rinda) probable de las mismas.



- D. Toda otra actividad que resulte conveniente o necesario para el correcto seguimiento pertinente en el proceso en el ámbito del productor agropecuario PyME.

#### AUDITOR TÉCNICO

Garantizar efectuará el control sobre las PyMEs seleccionadas a los efectos de cumplir con los compromisos asumidos por ellas, en el Boleto.

Para ello se utilizará personal propio, asesores externos con calificación profesional en la materia y personal de los Compradores. El procedimiento será el siguiente:

- A. Visitas preliminares al establecimiento de cada Pyme Seleccionada, para verificar en el caso de productores proveedores el total de hectáreas a sembrar o en su caso, determinar el total de hectáreas sembradas de soja y en el caso de distribuidores de insumos verificar sus instalaciones y depósitos de mercaderías.
- B. Estimación en cada caso, de la fecha probable de cosecha.
- C. Visita periódica a los establecimientos de cada Pyme Seleccionada (productores proveedores), controlando el desarrollo, estado fitosanitario y avances de las plantaciones, como así también el volumen (rinda) probable de las mismas.
- D. Toda otra actividad que resulte conveniente o necesario para el correcto seguimiento pertinente en el proceso en el ámbito del productor agropecuario PyME.

#### CALIFICACIÓN DE RIESGO

Valores Fiduciarios	 Moody's Latin America Calificador de Riesgo S.A.
VRD	"Aa3.ar"

Los Títulos de Deuda han sido calificados "Aa3.ar" por Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A., con domicilio en Carrizo 1186 Piso 11° (C1010AAX) Buenos Aires - Argentina

Para Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A. una calificación "Aa.ar" significa que "Los emisores o las emisiones calificadas como Aa.ar presentan una capacidad crediticia alta con relación a otros emisores nacionales." El modificador 3 indica que la emisión se clasifica en el rango inferior de su categoría de calificación genérica y equivale al signo "-" utilizado por otros calificadoras locales.



**FIDUCIARIO FINANCIERO**  
**BANCO DE VALORES S.A.**  
(actuando exclusivamente en su carácter de fiduciario  
financiero y no a título personal)  
Sarmiento 310  
Buenos Aires-Argentina

**ORGANIZADORES de la EMISION**

<b>Banco de Valores S.A.</b>	<b>Garantizar S.G.R.</b>
Sarmiento 310	Sarmiento 663 Piso 6°
Buenos Aires-Argentina	Buenos Aires-Argentina

**AVALISTA y AUDITOR TECNICO**  
**Garantizar S.G.R.**  
Sarmiento 663 Piso 6° - Buenos Aires-Argentina

**ASESOR LEGAL**  
**Alchouron, Berisso, Brady Alet, Fernández Pelayo & Balconi**  
Maipú 267, Pisos 11° y 13° - Buenos Aires-Argentina

**ESTRUCTURADOR E IMPLEMENTADOR COMERCIAL**  
**Pereyra Zorraquín, Ichaso y Asociados S.A.**

**ORGANIZADOR DE LA COLOCACION**  
**Banco de Valores S.A.**  
Sarmiento 310 (1041)  
Buenos Aires-Argentina

**COLOCADORES**  
**Banco de Valores S.A.**  
Sarmiento 310 (1041) - Buenos Aires-Argentina  
(en conjunto con los Agentes y Sociedades de Bolsa del Merval y otros Mercados del Interior)

**CALIFICADORA DE RIESGO**  
**Moody's Calificadora de Riesgo**  
Cerrito 1186 11°  
(C1010AAX) Buenos Aires - Argentina

## **ANEXO**

### **SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA S.G.R.**

Las Sociedades de Garantías Recíprocas (S.G.R.) son una figura jurídica creada por la ley PYME (N° 24467/95). Su finalidad mejorar las condiciones de acceso al crédito por parte de las PYMES socias a través del otorgamiento de avales instrumentados en Contratos de Garantía, permitiendo que las mismas puedan contar con las garantías suficientes que satisfagan a las entidades financieras, demás acreedores financieros. La ley define dos tipos de socios para las SGR, los partícipes (PYMES que aspiran al aval) y los protectores, que son aquellas personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que aportan al Fondo de Riesgo de las SGR. Los dos tipos de socios aportan el capital social. El Fondo de Riesgo, es el respaldo patrimonial sobre el que se emiten los avales, y funciona a modo “atractivo” ante los acreedores en cuanto a la jerarquía y liquidez de los mismos. Esta es así, ya que cuando una PYME avalada no haga frente a su deuda, será la SGR con el dinero del Fondo de Riesgo, quién cubrirá el crédito caído. Las PYMES a su vez deben ofrecer una contragarantía, que a juicio de la SGR, resulte suficiente para cubrir como mínimo el 50% y como máximo el 100% del monto a avalar. Si eventualmente la PYME no paga el préstamo avalado, la SGR paga el aval caído y procederá a ejecutar las contragarantías obtenidas.

## **7. NOTAS Y OBSERVACIONES**

### **AL TEXTO**

**7.1.** El anexo que es el soporte en el que se basa el caso práctico del punto 3.6, es la publicación que realiza SEPYME sobre las bases y condiciones del pliego correspondiente a la emisión de valores fiduciarios que dicho organismo realizó en el año 2010.

## **8. SOPORTE ELECTRÓNICO ( C. D. )**

