

**UNIVERSIDAD FASTA**

**FACULTAD: CIENCIAS ECONOMICAS.**

**CARRERA: CONTADOR PÚBLICO.**

**"FIDEICOMISO FINANCIERO PARA EMPRESAS EXPORTADORAS"**

**ALUMNA: GABRIELA VERONICA GELMAN.**

**ASESORAMIENTO:**

- TUTOR: CPN JORGE VIVES
- DEPARTAMENTO DE METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION

**MAYO 2007.-  
MAR DEL PLATA.-  
ARGENTINA.**

## INDICE

<b>ABSTRACT.....</b>	<b>1</b>
<b>PROTOCOLO.....</b>	<b>2</b>
<b>INTRODUCCION.....</b>	<b>9</b>
<b>CAPITULO I</b>	
<b>-FINANCIAMIENTO DEL COMERCIO EXTERIOR.....</b>	<b>17</b>
<b>CAPITULO II</b>	
<b>-EL PROCESO DE SECURITAZCION EN LA ARGENTINA.-</b>	
<b>Consideraciones previas.....</b>	<b>27</b>
<b>¿En qué consiste la titulización?.....</b>	<b>29</b>
<b>¿Es lo mismo Securitizar que la financiación habitual mediante títulos valores?.....</b>	<b>30</b>
<b>Partes actuantes en la securitización.....</b>	<b>30</b>
<b>Consideraciones en relación al Riesgo.....</b>	<b>31</b>
<b>Implicancias macroeconómicas de la securitización.....</b>	<b>32</b>
<b>Expectativas en Argentina.....</b>	<b>33</b>

### **CAPITULO III**

#### **-LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS:**

Nacimiento y desarrollo.....	36
Estructura funcional.....	46
Perfil Normativo.....	49
Planes de asistencia para financiar PYMES.....	50
Instrumentos para reforzar garantías.....	51

### **CAPITULO IV**

#### **-MERCADO DE CAPITALES:**

Implicancias Financieras.....	54
-------------------------------	----

### **CAPITULO V**

#### **-VENTAJAS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO EN LA ACTUALIDAD**

Ventajas desde el punto de vista financiero y comercial.....	62
Ventajas perseguida por el originante.....	63
Ventajas perseguida por el inversor.....	64
Ventajas a través de un ejemplo.....	65
Ventajas que se desprenden de esta figura.....	66

**SIMULACION CASO PRACTICO.....70**

**APENDICE**

**-ANALISIS DEL CRECIMIENTO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO DESDE LA CRISIS 2001  
HASTA LA ACTUALIDAD.....74**

**Otras fuentes de financiamiento para empresas y PyMes.**

## **RESUMEN**

El presente trabajo analiza la figura del fideicomiso financiero como una herramienta poderosa que permite diseñar estructuras de financiamiento a medida del proyecto.

El fideicomiso financiero como su nombre lo indica, tiene una clara intención de financiamiento y cuando alguien tiene un activo capaz de generar flujos de fondos previsibles en el futuro, puede descontarlo en el mercado de capitales a valor presente, y en consecuencia como si vendiera al mercado de capitales el valor presente de su activo generador de flujos, por ejemplo en el caso de las exportaciones las futuras ventas a crédito.

Específicamente lo que se busca con este trabajo es demostrar como a partir del colapso financiero nacional que ocasionó una ruptura en la oferta institucional de recursos financieros, el contrato de fideicomiso, no es un fin en sí mismo, sino que es un efectivo "blindaje jurídico" y un instrumento eficaz para dar seguridad a todo tipo de negocio jurídico específico que sea su objeto y para canalizar recursos hacia los fines determinados que procuran tales negocios , convirtiéndose en una herramienta que facilita obtener financiación a través del ahorrista.

**Tema: Fideicomiso financiero en empresas exportadoras.**

**Problema:**

Importancia de la figura del fideicomiso financiero como instrumento de financiación en las empresas exportadoras ante la crisis actual .

**Objetivo General:**

Determinar la importancia del fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento para empresas exportadoras.

**Objetivos Específicos:**

1. Enunciar los distintos tipos de financiamiento con que cuentan las empresas.
2. Explicar el proceso de securitización en la Argentina.
3. Describir como funciona el mercado de capitales en el proceso de securitización.
4. Comentar las implicancias financieras de la securitización como fenómeno económico.
5. Describir los beneficios de la securitización.
6. Enunciar cuales son los Activos aptos para la securitización.
7. Conceptualizar el fideicomiso financiero a través de su perfil normativo.
8. Explicar como funciona el fideicomiso financiero.
9. Desarrollar cual es la naturaleza jurídica del patrimonio financiero.
10. Describir los requisitos del contrato del fideicomiso financiero.

### **Justificación del tema**

Debido a las dificultades que se le presentan a las empresas para obtener créditos, se considera que es necesario analizar ciertas características y requisitos indispensables de este instrumento de financiación, dado que constituye un medio de vehiculización de activos inmovilizados hacia los circuitos de producción.

La situación ideal a alcanzar es que las empresas que relacionen sus ingresos con divisas puedan financiar su actividad o prefinanciar sus exportaciones, con los dólares que tiene alguna parte de la población, hasta tanto el sistema bancario recupere la credibilidad y la confianza perdida.

El procedimiento es sencillo, la sugerencia implica la constitución de fideicomisos financieros de manera tal que funcione, aunque con una ingeniería financiera más complicada dado por el alto grado de desconocimiento del funcionamiento de mercados de capitales; como los viejos y conocidos "préstamos del personal" a las empresas. El habitante de una región presta dinero a una empresa del lugar, la que a su vez demanda mano de obra allí mismo, generándose así un círculo virtuoso. Pero como crisis es oportunidad, es aquí donde aparecen las diferentes alternativas de negocios que nos ofrecen los mercados de capitales.

### **Estado de la cuestión**

A partir del año 2001, se ha observado una tendencia creciente a conseguir fondeo sin intermediación financiera, para ello una herramienta adecuada es el proceso de securitización o titulización donde el objetivo es la transformación de activos líquidos en un título negociable en los mercados secundarios.<sup>1</sup>

---

<sup>(1)</sup> "Publicación bimestral del Centro de Economía aplicada de la Universidad del Cema", Año VI, Nro 32.-

El Dr Edgar I. Jelonche define la titulización como "una técnica que permite transformar créditos ilíquidos en instrumentos financieros homogéneos, negociables en los mercados. Los créditos son cedidos por la entidad financiera otorgante a un fondo, que emite los valores negociables representativos de esos créditos o garantizados por ellos"<sup>2</sup>

El Dr. Alegría conceptúa la titulización como "el proceso por el cual determinados activos crediticios que se pueden reunir en determinadas condiciones de homogeneidad se reúnen en un paquete que se utiliza como pivote para la obtención de fondos por parte del titular de esos activos".<sup>3</sup>

A principios del siglo XX, el contacto entre los hombres de negocios y profesionales del derecho de México y Estados Unidos, despertó en aquéllos el interés en la figura del "trust" y sus aspectos técnicos, hasta ese entonces casi desconocidos para los latinoamericanos. No puede menos de sorprender que una institución de la antigüedad y la excepcional utilidad práctica del "trust" sólo haya venido a suscitar el interés de los juristas formados en la tradición del derecho romano hasta época tan tardía.

El prestigio de la tradición del "trust" y la conveniencia impulsaron - vanamente - a los mejicanos a tratar de adaptarlo bajo la figura del fideicomiso, bajo la iniciativa del diputado Carlos Limantour que presentó un proyecto en el año 1905, sin obtener eco favorable en el Congreso de ese país. Fue el mérito de Ricardo J. Alfaro, jurista panameño, haber propuesto, en un foro internacional (Tercera Conferencia Científica Panamericana, Lima, 1924), la necesidad y conveniencia de introducir en la legislación de los países latinos una institución civil nueva, semejante al "trust" del derecho inglés, proponiendo para ello un proyecto de Ley de Fideicomisos de 38 artículos.

---

( 1 ) Edgar I. Jelonche, *"La titulización y la financiación de las Pymes"*, trabajo preparado para la Bolsa de comercio de Buenos Aires y presentado por esta institución ante la XIX Asamblea General de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, 1992.

( 2 ) Héctor Alegría, *"Securitización, documentos de trabajo y las bases para una reforma legislativa"*, 1992.

Puede decirse que la piedra basal del fideicomiso hispanoamericano, fue el Proyecto panameño de Alfaro (1920), sancionado como ley en 1925 y luego en Puerto Rico (1928).

El Fideicomiso, en su nueva concepción latinoamericana, fue adoptado sucesivamente, entre otros, por los siguientes países: Colombia (1923), México (1924), Chile (1925), Bolivia (1928), Costa Rica (1936), El Salvador (1937), Venezuela (1940), Nicaragua (1940), Guatemala (1946), Ecuador (1948), Honduras (1950), Perú, Argentina (1995), Cuba (1997). A la fecha, la vecina Uruguay está dando tratamiento parlamentario a un proyecto de ley de Fideicomiso, en versión mejorada del nuestro (incorporado a nuestro sistema por la ley 24.441). En síntesis, en su gran mayoría, los países hispanoamericanos y especialmente los centroamericanos, incorporaron con mayor o menor plenitud y variantes, el fideicomiso en su legislación con un desarrollo y éxito significativos. Tradicionalmente, hasta la década del '90, la operatoria de fideicomiso era, en Latinoamérica en general, una función tradicionalmente bancaria. En los primeros años de dicha década, con la apertura de las economías y el advenimiento del fenómeno de la globalización, comenzaron a incorporarse ciertas figuras propias del mundo anglosajón, como la "securitisation" o "titulización" de activos. Básicamente el fenómeno se dio con más fuerza en el ámbito del mercado de capitales. Puntualmente se requería una figura similar al "trust" para utilizarla en la titulización de activos (hipotecas, prendas, créditos) como "vehículo de aislamiento" de los bienes securitizados. Por esa razón, algunos países que ya contaban con legislación de fideicomiso, la remozaron por vía reglamentaria (vg. Colombia), y otros como Paraguay, la Argentina (1995) y Cuba (1997) lo incorporaron como novedad.

En lo que respecta a Tratados o Convenciones Internacionales de Derecho Internacional Privado, el Fideicomiso Latinoamericano no tiene a la fecha normas que vinculen a los países de la región, como ocurre con la Convención de La Haya sobre el Trust (suscrita en 1985 y en vigor desde 1992).- No obstante ello, la Federación Latinoamericana de Bancos (Felaban), contiene en su seno un **Comité especializado en Fideicomiso y un Congreso (COLAFI)**, que se reúne anualmente, en algún país miembro, con un poder de convocatoria sorprendente, donde se difunden las distintas experiencias y negocios en la práctica fiduciaria profesional.

---

(3) *Felaban, "Federación Latinoamericana de Bancos", XV Congreso Latinoamericano de Fideicomiso COLAFI, 2006.*

El crédito al sector privado en forma sostenida no es sólo un problema de incentivos regulatorios. Tiene que ver también con la necesidad de que prosiga en el tiempo la política de desendeudamiento público que se viene practicando por parte del gobierno.

Después de la crisis, el sistema bancario quedó con préstamos al sector público que representaban más del 50% de sus activos totales. Este crecimiento fue el resultado, en gran parte, de la misma crisis. Hacia fines del año 2000 dicha participación ascendía al 17%, a fines de 2001 creció al 22%, y en el 2002 superaba el 50%, como consecuencia directa de la crisis. En efecto, la caída de depósitos, la pérdida de otras fuentes de financiamiento y un Estado que se había declarado en cesación de pagos, obligó a los bancos a reducir drásticamente el crédito al sector privado. Por otra parte, los quebrantos ocasionados por la pesificación asimétrica de activos y pasivos bancarios fueron compensados por el Estado con la entrega de más deuda pública que, de este modo, se convirtió en el rubro principal de las inversiones de casi todos los bancos del sistema, hayan o no invertido en deuda pública previamente.

En la actualidad, la reestructuración de la deuda en cesación de pagos y la cancelación de los servicios de la deuda nueva ha permitido que los bancos reduzcan la tenencia de la misma a niveles de entre 30 y 40%, dependiendo de que rubros se toman en cuenta. Precisamente, esta es una de las circunstancias principales para explicar la recuperación del crédito al sector privado que se ha verificado en los últimos meses: ***“El presidente de ABA (Asociación de Bancos de la Argentina), Mario Vicens, participó como orador de una mesa redonda organizada por la Comisión de Industria de la Cámara de Diputados de la Nación, presidida por el entonces diputado Carlos Brown. En el encuentro llevado a cabo se reproduce una síntesis de la presentación efectuada por el titular de como tema central “Cómo resolver el problema del crédito al largo plazo”.***

---

( 4 ) Informe ABA, “Asociación de Bancos de la Argentina”, N° 13, 2008.

**Tipo de investigación:**

Finalidad : descriptiva, porque describe los hechos a analizar

Según su naturaleza temporal: ya que se realiza una descripción de la cuestión en un lugar y tiempo determinado: Mar del Plata, segundo cuatrimestre 2006.

Según la fuente: primaria.-

Según la amplitud macroeconómica.-

**BIBLIOGRAFIA ESPECIFICA**

- "Publicación bimestral del Centro de Economía aplicada de la Universidad del Cema", Año VI, Nro 32.-
- *Edgar I. Jelonche, "La titulización y la financiación de las Pymes", trabajo preparado para la Bolsa de comercio de Buenos Aires y presentado por esta institución ante la XIX Asamblea General de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, 1992.*
- *Héctor Alegría, "Securitización, documentos de trabajo y las bases para una reforma legislativa", 1992.*
- *Felaban, "Federación Latinoamericana de Bancos", XV Congreso Latinoamericano de Fideicomiso COLAFI, 2006.*
- *Informe ABA, "Asociación de Bancos de la Argentina", N° 13, 2006.*

### Introducción

Este trabajo se realiza desde el enfoque de la teoría económica de **Adam Smith**, donde la existencia de un mercado implica que se efectúe un gran número de transacciones entre individuos libres, de modo que su utilidad sea la máxima posible. Ello supone la existencia de normas capaces de eliminar el fraude y la coerción, pero además la ausencia de cualquier otra restricción que impida a los individuos tomar el curso de acción que más les convenga.

Por ello, cuando toda la economía se organiza alrededor de mercados, se habla de una economía libre, o de libre mercado: en ella no existe una autoridad planificadora central, que toma decisiones en cuanto a qué producir y qué consumir, sino que se llega a un equilibrio mediante la suma de decisiones de individuos autónomos que procuran satisfacer necesidades diferentes.

El hecho de que no se arribe a un caos ni al abuso de unas partes sobre las otras se debe a que, a través del precio, se alcanza un equilibrio no definido por nadie en particular sino por la suma de todas las fuerzas que intervienen en el mercado: la infinidad de ofertas y de demandas particulares que los individuos realizan. El hecho de que se logre este equilibrio , llevó a **Adam Smith** a acuñar la famosa metáfora de la mano invisible, indicando de este modo que el nivel de precios se logra sin que tenga que intervenir desde afuera la "mano" concreta (o visible) del gobernante o del legislador.

La Teoría Económica moderna presenta las relaciones socioeconómicas como relaciones de cambio, y al mercado como el Creador o Hacedor de la armonía, y del equilibrio de los sistemas económicos, "verdad" que se sustenta "científicamente" en el principio del desarrollo natural, libre y espontáneo retomado del siglo XVIII; detrás del cual se esconde una suerte de smithianismo, en lo que respecta a la manida utilización de la llamada mano invisible que regula la vida económica de los hombres sin un plan preconcebido, y bajo un conjunto de motivos rectores que determinan la conducta humana tales como el amor a sí mismo, el deseo de libertad, el sentido de propiedad, la propensión natural al cambio, el egoísmo y el altruismo, los que según esta filosofía, están armonizados de tal manera que en la búsqueda individual del bienestar, se alcanza al mismo tiempo, el bien común; esas serían en última instancia, las razones visibles de las acciones de tal "mano" reguladora.

Esa racionalidad aparentemente predeterminada por la propia naturaleza humana, resulta ser la visión desfigurada de una realidad concreta: el modo de producción capitalista, donde el trabajo social asume la forma de valor, condicionado por la naturaleza de la división social del trabajo, la propiedad privada y la producción mercantil que aísla y separa constantemente al productor directo de los medios de producción y de una parte cada vez mayor del fruto de su trabajo. Los hechos empíricos y los datos estadísticos corroboran, cada vez con más fuerza, esta verdad. Resulta poco serio tratar de entender la sociedad humana en sus múltiples relaciones de producción y reproducción de su vida material y espiritual como totalidad histórico-natural, interpretándola a través del prisma de la sociedad capitalista. Mientras más se mundializa o universaliza el mercado y los mecanismos y leyes que lo determinan, más miseria y "felicidad", más desgracia y "prosperidad", más pobreza y "progreso" reparte entre los hombres esa "misteriosa" mano invisible, la que se ha convertido en una suerte de teología existencial. 1

Las finanzas, consideradas durante mucho tiempo como parte de la economía, surgieron como un campo de estudios independiente a principios de este siglo. En su origen se relacionaron solamente con los documentos, instituciones y aspectos de procedimiento de los mercados de capital. Con la década del 20, las innovaciones tecnológicas y las nuevas industrias provocaron la necesidad de mayor cantidad de fondos, impulsando el estudio de las finanzas para destacar la liquidez y el financiamiento de las empresas. La atención se centró más bien en el funcionamiento externo que en la administración interna. Hacia fines de la década se intensificó el interés en los valores, en especial las acciones comunes, convirtiendo al banquero inversionista en una figura de especial importancia para el estudio de las finanzas corporativas del período. La depresión de los 30 obligó a centrar el estudio de las finanzas en los aspectos defensivos de la supervivencia, la preservación de liquidez, las quiebras, las liquidaciones y reorganizaciones.

---

(1) *Dr. Roberto Muñoz González, Profesor Titular del Pensamiento económico, Universidad Central "Marta Abreu" . "Apuntes para un estudio epistemológico de las ciencias económicas" en: [http // info@filosofia.cu/pub.htm](http://info@filosofia.cu/pub.htm)*

Las tendencias conservadoras dominaban, dando mayor importancia a que la empresa mantuviera una sólida estructura financiera. Los abusos cometidos con el endeudamiento, en especial las deudas relacionadas con las empresas tenedoras de servicios públicos, quedaron al descubierto al desplomarse muchas empresas. Estos fracasos, junto con la forma fraudulenta en que fueron tratados numerosos inversionistas, hicieron crecer la demanda de regulaciones. Éstas incrementaron la información financiera que las empresas debían dar a conocer, y esto a su vez hizo que el análisis financiero fuera más amplio, ya que el analista podía comparar las condiciones financieras y el desempeño de diversas empresas.

Durante la década del 40 las finanzas siguieron el enfoque tradicional que se había desarrollado durante las décadas anteriores. Se analizaba la empresa desde el punto de vista de alguien ajeno a ella, como pudiera ser un inversionista, pero sin poner énfasis en la toma de decisiones.

A mediados de la década del 50 adquirieron importancia el presupuesto de capital y las consideraciones relacionadas con el mismo. Nuevos métodos y técnicas para seleccionar los proyectos de inversión de capital condujeron a un marco para la distribución eficiente del capital dentro de la empresa. El administrador financiero ahora tenía a su cargo los fondos totales asignados a los activos y la distribución del capital a los activos individuales sobre la base de un criterio de aceptación apropiado y objetivo. Posteriormente aparecieron sistemas complejos de información aplicados a las finanzas, lo que posibilitó la realización de análisis financieros más disciplinados y provechosos.

La era electrónica afectó profundamente los medios que emplean las empresas para realizar sus operaciones bancarias, pagar sus cuentas, cobrar el dinero que se les debe, transferir efectivo, determinar estrategias financieras, manejar el riesgo cambiario, etc. Se idearon modelos de valuación para utilizarse en la toma de decisiones financieras.

Lo más destacado de la década del 60 fue el desarrollo de la teoría del portafolio (Markowitz – 1960, posteriormente perfeccionada por Sharpe, Lintner, Fama y otros) y su aplicación ulterior a la administración financiera. Esta teoría explica que el riesgo de un activo individual no debe ser juzgado sobre la base de las posibles desviaciones del rendimiento que se espera, sino en relación con su contribución marginal al riesgo global de un portafolio de activos. Según el grado de correlación de este activo con los demás que componen el portafolio, el activo será más o menos riesgoso.

En la década de 1970 empezaron a aplicarse el modelo de fijación de precios de los activos de capital de Sharpe para valorar los activos financieros. El modelo insinuaba que parte del riesgo de la empresa no tenía importancia para los inversionistas de la empresa, ya que se podía diluir en los portafolios de las acciones en su poder. También provocó que se centrara aún más la atención sobre las imperfecciones del mercado cuando se juzgaba la selección de los activos realizada por la empresa, el financiamiento y los dividendos.

También durante esta década, Black y Scholes formularon el modelo de fijación de precios de opciones para la evaluación relativa de los derechos financieros. La existencia de un mercado de opciones permite al inversionista establecer una posición protegida y sin riesgos comprando acciones y, al mismo tiempo, estableciendo opciones sobre las acciones. En mercados financieros eficientes el rendimiento producido por una posición de este tipo debe ser una tasa libre de riesgos. Si esto es cierto, sería posible establecer fórmulas exactas para valorar distintos tipos de opciones

En la década de 1980, ha habido importantes avances en la valuación de las empresas en un mundo donde reina la incertidumbre. Se le ha colocado una creciente atención al efecto que las imperfecciones del mercado tienen sobre el valor. La información económica permite obtener una mejor comprensión del comportamiento que en el mercado tienen los documentos financieros.

La noción de un mercado incompleto, donde los deseos de los inversionistas de tipos particulares de valores no se satisfacen, coloca a la empresa en el papel de llevar a cabo la comercialización de tipos especiales de derechos financieros.

En los años 90, las finanzas han tenido una función vital y estratégica en las empresas. El gerente de finanzas se ha convertido en parte activa: la generación de la riqueza. Para determinar si genera riqueza debe conocerse quienes aportan el capital que la empresa requiere para tener utilidades. Esta se convierte en la base del costo de la oportunidad, con respecto al cual se juzgará el producto, la inversión y las decisiones de operación. Otra realidad de los 90 es la globalización de las finanzas. A medida que se integran los mercados financieros mundiales en forma creciente, el administrador de finanzas debe buscar el mejor precio de las fronteras nacionales y a menudo con divisas y otras barreras.

Los factores externos influyen cada día más en el administrador financiero: desregulación de servicios financieros, competencia entre los proveedores de capital y los

proveedores de servicios financieros, volatilidad de las tasas de interés y de inflación, variabilidad de los tipos de cambio de divisas, reformas impositivas, incertidumbre económica mundial, problemas de financiamiento externo, excesos especulativos y los problemas éticos de ciertos negocios financieros .En resumen, el estudio de las finanzas evolucionó desde el estudio descriptivo de su primera época, hasta las teorías normativas los análisis rigurosos actuales. Han dejado de ser un campo preocupado fundamentalmente por la obtención de fondos para abarcar la administración de activos, la asignación de capital y la valuación de empresas en un mercado global.₂

Es imperioso desarticular a la microeconomía en sus distintos elementos a fin de comprender como opera el sistema financiero.- ₃

En la economía de un país existen dos sectores bien diferenciados y fuertemente ligados:

1.-**Sector real**: Producción de bienes y servicios.

2.-**Sector financiero**: conformado por activos financieros, que a diferencia del activo real , es un depósito de valor y promete algún tipo de recompensa o rendimiento al tenedor de los mismos.-

---

(2) Jarach, Dino , *Finanzas Públicas : Esbozo de una teoría general*; Buenos Aires, Cangallo editorial, 1992, p. 65.

(3) Porto, José Manuel ," *Fuentes de Financiación*", Buenos Aires, Buyatti editorial 2004,Pág. 23.

El sistema financiero está constituido por:

- **Unidades económicas**: familias, empresas privadas o públicas.-
- **Intermediarios financieros**: underwriter o agente de colocación de los títulos emitidos y el arranger u organizador.-
- **Organos de regulación y control**.-

cuyas vinculaciones están dadas por:

**-Instrumentos financieros**

**-Normas legales, procedimientos y costumbres**

**-Mercados financieros.-**

El mercado financiero es el ámbito donde se negocian los instrumentos financieros. Es el lugar donde se relacionan las unidades de gasto superavitarias y deficitarias, directamente (mercado primario) o a través de intermediarios financieros (mercado secundario). Dentro del mercado de toma y colocación de fondos se encuentra el mercado de capitales.-

**-Mercado de capitales:**

Las empresas exportadoras acuden al mercado de capitales como fuente de financiación.-

Los instrumentos básicos de negociación son títulos públicos: bonos del Gobierno, y títulos privados: acciones, obligaciones negociables, títulos de deuda y certificados de participación de fideicomisos financieros.-

Esta operatoria se realiza a través de dos grandes operadores : los agentes de bolsa, en el sistema bursátil; y los agentes extrabursátiles en el mercado abierto electrónico.-

En el mercado de capitales argentinos los fideicomisos financieros (ley 24.441) tienen como objeto fundamental, entre otros, constituirse en el vehículo de financiamiento de compañías con capacidades exportadoras y que requieran financiamiento de sus operatorias.<sup>4</sup>

---

(4) Estrella Perroti, **Herramientas alternativas de financiación** ;

[http://www.bcr.com.ar/Investigación\\_y\\_Development-Bolsa\\_de\\_Comercio\\_de\\_Rosario](http://www.bcr.com.ar/Investigación_y_Development-Bolsa_de_Comercio_de_Rosario).

**BIBLIOGRAFIA ESPECIFICA**

- Dr. Roberto Muñoz Gonzalez, Profesor Titular del Pensamiento económico, Universidad Central "Marta Abreu" . **"Apuntes para un estudio epistemológico de las ciencias económicas"** en: [ttp // info@filosofia.cu/pub.htm](http://info@filosofia.cu/pub.htm)
- **Jarach, Dino , Finanzas Públicas : Esbozo de una teoría general; Buenos Aires, Cangallo editorial, 1992, p. 65.**
- **Porto, José Manuel ," Fuentes de Financiación", Buenos Aires, Buyatti editorial 2004,Pág. 23.**

## **CAPITULO I**

### **FINANCIAMIENTO COMERCIO EXTERIOR: DISTINTAS ALTERNATIVAS**

## FINANCIAMIENTO DEL COMERCIO EXTERIOR

El objetivo es brindar asistencia crediticia a las empresas para el financiamiento de sus transacciones de comercio exterior de origen comercial.<sup>1</sup>

Las fuentes de fondeo a utilizar son:

- Bancos corresponsales del exterior
- Depósitos locales en moneda extranjera

### 1. FINANCIAMIENTOS DE CORTO PLAZO (180 días)

1. Prefinanciación y
2. Postfinanciación de exportaciones

### 2. FINANCIAMIENTOS DE MEDIANO Y LARGO PLAZO:

#### 2.1 BIENES DE CAPITAL

#### 2.2 PLANTAS LLAVE EN MANO :

Es la venta al exterior, en forma de unidad completa y concluida, de plantas industriales u obras de ingenierías, destinadas a la prestación de servicios.<sup>2</sup>

#### 1.1) Prefinanciación de exportaciones: "Necesidad de la empresa"

Disponer de los recursos necesarios para el ciclo productivo ligado generalmente al acopio y compra de bienes terminados, materias primas, partes y materiales que se incorporen a la producción de bienes destinados a la exportación.-

(1) [tp://www.aba-argentina.com.ar](http://www.aba-argentina.com.ar) / Documentación/ Seminario.

(2) Fundación Export Ar; [tp://www.exportar.com.ar](http://www.exportar.com.ar) // Informe export ar  
pág 23.

## **MODALIDADES**

Comercial:                      Directa del comprador  
    Directa desde bancos del exterior

Bancaria:                      Por intermedio de bancos locales

### **COMERCIAL:**

#### **Pago Anticipado:**

El comprador sitúa los fondos a disposición del vendedor, con anterioridad a la realización del embarque de las mercaderías.

#### **Directa del comprador:**

Se trata de un crédito de prefinanciación concedido por el importador. Es utilizado en condiciones especiales de mercado, por la existencia de normas cambiarias que exijan anticipos, o escasez de oferta de un producto, que dé al exportador poder de negociación para imponer condiciones en la forma de pago

#### **Riesgos para el comprador**

- Paga por anticipado, con anterioridad a la recepción de las mercaderías, y los documentos de embarque

- Riesgo de incumplimiento por parte del exportador

#### **Ventajas para el vendedor**

- Dispone de manera inmediata de los fondos

Se deberá considerar: "extrema confianza y conocimiento entre las partes.

Normativa del BCRA Com. A 3609 Com. A 3602

## **BANCARIA**

### **Directa desde bancos del exterior**

No hay intervención de bancos locales en el otorgamiento

No se realiza calificación crediticia localmente

Se debe tener presente:

Normativa del BCRA

Com. A 3609 Com. A 3602

El ingreso de los fondos se realiza como prefinanciación de exportación

### **Por intermedio de bancos locales**

#### **RIESGO BANCO**

100% cliente: se requiere de calificación crediticia

## **FUENTES DE FONDEO**

•Depósitos locales en moneda extranjera

•Bancos corresponsales del exterior

Com. A 4015 del BCRA

• Prefinanciación y financiación de exportaciones directas o realizadas por intermedio de terceros

• Financiaciones otorgadas a productores o procesadores de bienes, que cuenten con contratos de venta en firme a un exportador por la mercadería a producir y con precio establecido en moneda extranjera,

• Financiaciones a productores de bienes a ser exportados por terceros adquirentes en el mismo estado o como parte integrante de otro bien

## **OTORGAMIENTO (independientemente de la fuente de fondeo)**

•Acreditación del contravalor en pesos en la cuenta corriente.

## **EXPORTADORES (DIRECTOS o INDIRECTOS)**

### DOCUMENTACION BASICA REQUERIDA

- Solicitud, Boleto de compra, Pagaré

### PLAZOS

Generalmente hasta 180 días

### CANCELACION (EXPORTADORES DIRECTOS)

#### Préstamos de línea externa

- Aplicación directa de los fondos recibidos por cobro de la exportación realizada

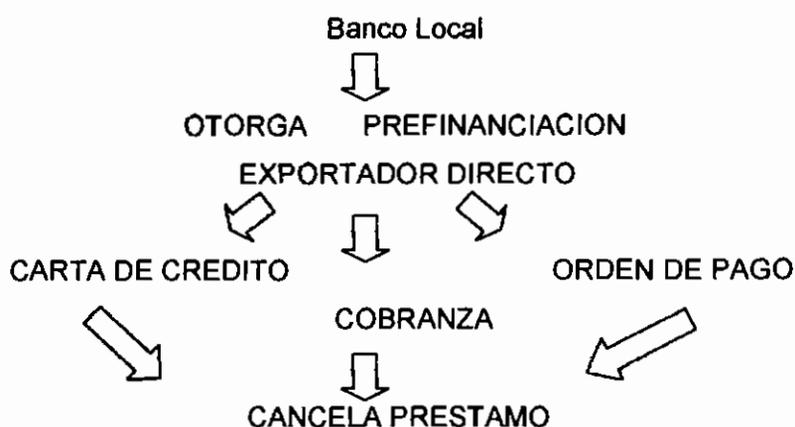
Débito en cuenta corriente por el importe correspondiente a los intereses (más WHT e IVA) y posterior giro al exterior.

#### Préstamos con fondos locales

- Aplicación directa de los fondos recibidos por cobro de la exportación realizada

- Débito en cuenta corriente por el importe correspondiente a los intereses (más IVA)

### INSTRUMENTOS DE COBRO RELACIONADOS



### CANCELACION (EXPORTADORES INDIRECTOS)

Préstamos otorgados con fondos locales exclusivamente:

- Débito en cuenta corriente por el importe correspondiente al capital más los intereses, (más IVA)

## **1.2) POSTFINANCIACION**

### **OBJETIVOS DE LA EMPRESA**

Obtener financiamiento, luego de haberse producido el embarque de las mercaderías, y conseguir así la movilización de los cobros diferidos que tiene a su favor por las ventas a plazo realizadas.

Conceder el diferimento del pago al importador, para tener un mayor poder de negociación con los compradores externos.

### **MODALIDADES**

-CON RECURSO AL EXPORTADOR: Empresa calificada crediticiamente

-SIN RECURSO AL EXPORTADOR: No se requiere de calificación crediticia: (FORFAITING)

### **CON RECURSO AL EXPORTADOR**

Es el descuento o compra al exportador de obligaciones a corto o mediano plazo que documentan el cobro de exportaciones argentinas, instrumentadas mediante créditos documentarios sin confirmar por bancos locales, y/o letras aceptadas por el importador.

El Banco local, no asume el riesgo del Banco emisor del Crédito, o de aceptación de las letras de cambio

### **SIN RECURSO AL EXPORTADOR**

#### **FORFAITING**

Es el descuento o compra sin recurso contra el exportador de obligaciones a corto o mediano plazo, que documentan el cobro de exportaciones argentinas, instrumentadas mediante créditos documentarios confirmados por bancos locales, y/o letras de cambio avaladas por bancos del exterior calificados

El Banco local, previo a dar curso a la operación, tiene que haber aceptado el riesgo del Banco emisor del Crédito, o avalista de las letras de cambio.

Com A 3914: Bancos del exterior autorizados por el BCRA para asumir riesgo

## **VENTAJAS PARA EL EXPORTADOR**

### **COMERCIALES:**

- NUEVOS MERCADOS
- AMPLIAR LOS ACTUALES
- FINANCIACION A IMPORTADOR

### **EVITA RIESGOS**

- COMERCIAL
- POLITICO
- CAMBIARIO

### **FINANCIERAS**

- COBRA POR ADELANTADO
- MEJORA SU BALANCE (off-balance)
- TRANSFERENCIA DEL COSTO FINANCIERO
- NO CONSUME LINEAS DE CREDITO

### **CON / SIN RECURSO AL EXPORTADOR**

OTORGAMIENTO (condiciones generales)

- Solo puede ser en firme si el crédito ha sido utilizado correctamente (nunca antes de la utilización).
- Embarque realizado
- Documentos de embarque negociados de acuerdo con los términos y condiciones del Crédito Documentario
- Documentos de embarque aceptados por el importador según los términos y condiciones de la cobranza, o las letras ya avaladas

## **DOCUMENTACION BASICA REQUERIDA**

- Contrato de cesión, Boleto de compra. (operaciones sin recurso)
- Solicitud de financiación, Boleto de compra.(operaciones con recurso)

## **PLAZOS**

De acuerdo al plazo pactado en la operación

## **FUENTES DE FONDEO**

- Bancos Corresponsales del Exterior
- Depósitos locales en moneda extranjera  
(Excepto para operaciones SIN RECURSO)
- Banco emisor del Crédito Documentario

## **CARACTERISTICA DIFERENCIAL BASICA**

Con recurso al exportador

Cobro de intereses al vencimiento

Sin recurso al exportador

cobro de intereses por anticipado

## **INSTRUMENTOS RELACIONADOS AL FINANCIAMIENTO**



## **OTRAS FORMAS DE FINANCIAMIENTO**

### **FACTORING DE EXPORTACION**

- Se instrumenta, en general, mediante el descuento facturas
- La empresa exportadora cede los créditos generados por sus ventas externas
- Las partes operan en la modalidad de cuenta abierta (open account)
- Diferencias con el Forfaiting:
  - exige un compromiso de continuidad entre comprador y vendedor.
  - puede ser sin recurso

### **FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO DE EXPORTACIONES**

- Es la financiación de capital circulante a mediano plazo mediante el respaldo de flujos futuros de exportación a cobrar con contrapartidas fuera del país.<sup>1</sup>

---

(1) <http://www.aba-argentina.com.ar/Documentación/Seminario>.

**BIBLIOGRAFIA ESPECIFICA**

- *ttp: // www.aba-argentina.com.ar / Documentación/ Seminario.*
- *Fundación Export Ar; ttp: // www.exportar.com.ar // Informe export ar pág 23.*

## CAPITULO II

### EL PROCESO DE SECURITIZACION EN LA ARGENTINA

## **Securitización – Titularización de activos creditorios**

### **Consideraciones previas**

La economía mundial está en un proceso de transformación impensado hace unas décadas atrás. El hecho más notorio sin dudas lo constituye la globalización de los mercados comerciales y financieros.

El caso de la globalización de los mercados financieros, se genera a partir de los progresos tecnológicos de las comunicaciones y la gran revolución informática, donde los mercados mundiales se intercomunican de modo que tienden a conformar y agilizar un solo gran mercado, en el que una gran masa de fondos se mueve constantemente, prácticamente on - line, y donde los anteriores obstáculos de las distancias y las dificultades para obtener información al instante, tienden a desaparecer.

A causa de esto, el inversionista se ve favorecido para trasladar sus inversiones entre distintos puntos del mapa, de acuerdo a las alternativas más rentables que se vayan presentando.

Esto genera cada vez mayores inversiones, y mayores caudales de fondos que pueden ser prestados para financiar actividades productivas.

En efecto, las grandes empresas advirtieron que podían reemplazar el crédito bancario concurrendo directamente a los mercados de capitales, locales e internacionales, a captar ahorro ofertado a plazos mayores y a menores tasas.<sup>1</sup>

La titularización de activos creditorios es un valioso instrumento para obtener financiamiento a largo plazo para el sistema productivo. Cumple el papel fundamental de ser la herramienta idónea para encontrarle solución económica a una de las principales fallas del mercado financiero tradicional (la falta de cumplimiento de la Ley de Equilibrio de plazos).

---

(1) [http://www.aba-argentina.com.ar/Informe\\_Aba\\_Nº3\\_Enero-Febrero\\_2006](http://www.aba-argentina.com.ar/Informe_Aba_Nº3_Enero-Febrero_2006)

En lo que respecta a su aplicación en la República Argentina, el análisis de esta alternativa adquiere relevancia, si se considera que a partir de la situación del "Default" el país se ha alejado cada vez más del contexto integrador mundial. A partir de la crisis que se generó en Diciembre 2001, uno de los principales fenómenos es el de la desnaturalización del sistema bancario. En la actualidad, su actividad se ve reducida a ser meros intermediarios de servicios transaccionales, el crédito es casi inexistente, o altamente costoso, debido a la caída de la capacidad prestable. (2)

En ese contexto, vemos al Fideicomiso Financiero como una herramienta que recobra vigencia y utilidad práctica como medio de financiación.

Su utilización generalizada va a producir (y, de hecho está produciendo) un cambio muy profundo en el funcionamiento de la banca local, donde los ahorros a largo plazo provenientes del mercado de capitales van a llegar a los deudores a largo plazo (por ejemplo al demandante de fondos para comprar una casa o un auto) evitando pasar por el circuito de intermediación bancaria tradicional, que entre otras cosas encarece el costo de dichos tipos de créditos.

---

(2) *Revista "Fortuna" , Sección Finanzas; pág 22-23*

### ¿En qué consiste la Titularización?

La Titularización es una transformación de activos ilíquidos en títulos valores negociables.(3) Consiste en reunir y reagrupar un conjunto de activos crediticios, con el objeto de que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones para ser colocadas entre inversores.

Los créditos de estos activos quedan incorporados a los títulos que, a su vez, están garantizados por los activos subyacentes. Estos títulos valores son negociables en un mercado secundario.

El ejemplo más sencillo es el de una entidad que posee una cartera de créditos hipotecarios y que desea financiamiento; mediante un fideicomiso financiero da en garantía el flujo de fondos producto del repago de esos créditos y se emite títulos de deudas que se colocan en los mercados bursátiles, permitiendo así lograr liquidez a un activo esencialmente ilíquido.

Securitizar o Titularizar una obligación es, entonces, representarla con un título.

---

(3) Martín Julián ; *"Securitización, Fideicomiso, Fondo de inversión, Leasing"*; Bs As, Price Waterhouse editorial, 1996, p 326

**¿Es lo mismo Securitizar que la financiación habitual mediante títulos valores?**

No toda técnica de financiamiento mediante títulos valores conlleva la característica de transformar activos inmovilizados en activos líquidos.

Por ejemplo podemos citar el caso de las obligaciones negociables. Ellas, aún cuando el objetivo perseguido es la obtención de recursos, la garantía de repago está localizada en la solvencia económica del emisor y no en el activo que ha de servir de respaldo a la emisión, como ocurre, en cambio, con la securitización, lo que le da a ésta particularidades características.

#### **Partes actuantes en la securitización**

- El Originante: Es una entidad que posee créditos otorgados, los cuales, en cada caso, deben ser homogéneos respecto a sus condiciones, es decir, deben tener similares condiciones en cuanto a tasas, vencimientos parciales, riesgo y plazos; el originante seleccionará la cartera que constituirá el patrimonio Independiente y será securitizada.
- El vehículo: Es la figura jurídica a la cual el originante le transferirá la cartera a securitizar, para que éste la distribuya con sus esfuerzos o a través de un tercero. El vehículo puede ser una sociedad con un objeto único establecida en condiciones especiales a los efectos de que los activos transferidos solo asuman el riesgo de su propio cobro y no el del vehículo y/o sus directores, o una sociedad gerente de un fondo común de Inversión cerrado al crédito.
- El inversor: Puede ser individual o institucional, y es quien tomará los títulos valores emitidos por el vehículo.

Adicionalmente a estos tres actores, en el proceso de securitización aparecen otras sociedades, a saber:

- El administrador de la cartera: puede ser el originante, que a pesar de haber transferido su cartera de créditos, continúa administrándolos, por lo cual puede

percibir una comisión; a su vez el administrador puede ser un tercero diferente del originante.

- El depositario: generalmente esta figura coincide con el originante, sobre todo, cuando éste es una entidad financiera, pero también se pueden depositar los instrumentos en un tercero, por lo cual éste percibirá una comisión.
- La sociedad calificadora de riesgo: deberán ser dos sociedades ajenas a las partes, creadas con el fin de calificar el riesgo de las carteras homogéneas de créditos que respaldan las colocaciones de obligaciones negociables o cuotas partes. Emite una nota o calificación que indica el riesgo que, a juicio de ella, tiene el título evaluado.

### **Consideraciones en relación al Riesgo**

- El riesgo para el inversor está dado por la posibilidad del no cobro en tiempo y forma de lo pactado con respecto a la amortización de capital e intereses correspondientes a los títulos o cuotapartes, respaldados por créditos hipotecarios, en los que él invierte.
- Los certificados de participación en el dominio fiduciario y los títulos representativos de deuda garantizados por los bienes fideicomitidos, deberán tener dos calificaciones independientes de riesgo.
- Los riesgos de incobrabilidad se transfieren al mercado de capitales, a los inversores del bono securitizado –siempre que en el contrato, el banco originante de los créditos securitizados no se obligue a garantizar el efectivo cumplimiento de los pagos-.
- Para saber cuanto se beneficia la entidad securitizante en materia de traspaso de riesgo, hay que comparar el beneficio que ella obtiene por no generar provisión por incobrabilidad, versus el costo en el que incurre al pagar tasas más altas en la clase más riesgos del título emitido, a causa de no haber garantizado por sí misma la emisión.
- Si partimos de la base de que el costo de obtención de fondos es directamente proporcional a la calificación de riesgo de la empresa deudora (riesgo de no pago), se concluye que, a una mejor calificación de riesgo, le debería seguir una mejor tasa de financiación.

En el caso de una deuda común (Ej. obligaciones negociables), se califica no sólo la capacidad de repago de los títulos, sino también el riesgo comercial de la empresa emisora.

En cambio, en el caso de títulos valores respaldados por activos segregados del patrimonio de la empresa, sólo se califica la capacidad de repago de los títulos y su garantía, pero no el riesgo comercial de la empresa. Esto es así por una característica propia del contrato de Fideicomiso, en el cual se genera un patrimonio fideicomitido, que es independiente de los patrimonios de las partes del contrato.

**En conclusión, al no considerarse el riesgo del negocio del fiduciante, la tasa de financiamiento vía securitización será más baja que vía otras alternativas.**

#### **Implicancias macroeconómicas de la securitización**

- Eliminación de riesgo de descalce: Uno de los objetivos perseguidos generalmente por las entidades securitizantes, es el de adecuar sus balances, es decir, buscar la correspondencia o calce entre los plazos de sus pasivos (depósitos bancarios) y los de sus activos (créditos).

A modo de ejemplo, podemos citar que no es posible financiar créditos hipotecarios a 20 años con fondos obtenidos de plazos fijos a 6 meses.

La securitización, permitiendo que los ahorros a largo plazo lleguen directamente a los demandantes de créditos a largo plazo, con una notable disminución de la intermediación bancaria, genera un funcionamiento más ágil de los mercados financieros y de capitales.

Por lo tanto, una solución de fondo que la titularización otorga al sistema financiero es la de facilitar el cumplimiento de una Ley histórica de los bancos: La Ley de Equilibrio de los Plazos.

- Mejora el resultado de las entidades originantes: El banco, en la alternativa de securitización, al transferir sus créditos al vehículo, realiza una ganancia en el caso de que la renta que paguen los títulos emitidos sea menor que el interés pagado en los créditos originales. Esta ganancia mejora el resultado de la empresa.

- o Disminución del costo del crédito en la economía: A partir de la securitización, se puede lograr que los ahorros a largo plazo existentes en el mercado de capitales de una economía estén disponibles para financiar a los tomadores de fondos a igual plazo. A causa de esto se produce un aumento en la oferta de fondos para estos fines, que trae aparejado una disminución del costo, es decir, de la tasa de interés activa.
- o Cambio de rol de la banca comercial tradicional: Poco a poco, a través de la titulización, el negocio de la banca comercial va a ir cambiando en nuestro país. La securitización hace que los bancos comerciales se dediquen a lo que verdaderamente pueden hacer, dar créditos a corto plazo (para consumo, capital de trabajo y similares) dada su estructura de activos a corto plazo (depósitos a la vista, en plazos fijos menores al año y en cajas de ahorro). El crédito a mediano y largo plazo, como el hipotecario o el prendario, debe ser financiado con ahorros a esos plazos. A esos fondos los encontramos en el mercado de capitales y, eso es lo que permite la securitización, que los fondos del mercado de capitales estén disponibles para estos tipos de créditos.
- o Expectativas en Argentina: Con respecto al potencial de crecimiento del uso de la securitización en nuestro país, podemos sostener que es muy alto, dada la importante demanda insatisfecha de créditos hipotecarios y prendarios que existe en nuestra economía, y dadas las restricciones de capitales mínimos en vigencia. Estas restricciones, al no permitir un crecimiento a tasas muy altas del crédito (especialmente hipotecario) vía sistema financiero tradicional, incentivan el uso de la securitización por parte del sistema bancario minorista, con el fin de abastecer esta creciente demanda de créditos. : "ABA Informa"<sup>(1)</sup>

---

(1) [http://www.aba-argentina.com.ar/Enero/Febrero\\_2006\\_p.5](http://www.aba-argentina.com.ar/Enero/Febrero_2006_p.5)

**BIBLIOGRAFIA ESPECIFICA**

- *http: www.aba-argentina.com.ar/Enero/Febrero 2006 p.5*
- *Revista " Fortuna " , Sección Finanzas; pág 22-23*
- *Martin Julián ;"Securitización, Fideicomiso, Fondo de inversión,Leasing";Bs As,Price Waterhouse editorial, 1996, p 326.*

## CAPITULO III

### FIDEICOMISO FINANCIERO

## ANTECEDENTES HISTORICOS DEL FIDEICOMISO.

El Fideicomiso clásico tuvo su origen en el derecho romano, antes de la era cristiana. Es importante recordar, para la mejor precisión del concepto, que la palabra "fiduciario" proviene del latín: "fiducia", que se traduce como "confianza", y que "fideicomiso" proviene también del latín: "fideicommissum" (de "fides", fe, y "commissus", confiado).

La forma de negocio de confianza que adoptó el derecho romano fue "el pactum fiduciae", que tomó las figuras de la "fiducia cum creditote contracta" y "fiducia cum amico contracta". La primera tenía la finalidad de garantizar al acreedor el pago de una deuda mediante la entrega en propiedad de una cosa, la que debía serle restituida al hacerle efectivo el pago. En la "fiducia cum amico contracta", al contrario de la anterior, el acto de entrega en propiedad de la cosa a un "amigo" se constituía en interés del "fiduciante". La fiducia daba al "fiduciario" la custodia o administración, pero frente a los terceros él era el propietario del bien.

Desaparecidas del sistema romano las primitivas incapacidades para heredar, el fideicomiso romano se convirtió en un instituto inútil y caduco. Proscripto definitivamente el fideicomiso romano de los sistemas legales que deben su origen a la legislación de Roma, en cambio en Inglaterra, Estados Unidos y demás naciones que viven bajo el régimen jurídico del "common law", nació paralelamente, el "Trust" cuyo antecedente, que se remonta a la edad media, es el "use". El "Trust", instituto propio de los países anglosajones, no sólo siguió vigente, sino que creció abarcando un número indefinido de operaciones civiles y comerciales, con fuerte raigambre cultural y dotado de una importante seguridad jurídica. (1)

---

(1) Lisoprawski, Silvio Víctor; Kiper, Claudio Marcelo; *Fideicomiso. Dominio fiduciario. Securitización*. Buenos Aires: Depalma, 1995. 579 p.

## **EL FIDEICOMISO LATINOAMERICANO.**

### **Nacimiento y desarrollo.**

El fideicomiso latinoamericano, no es el fideicomisum romano ni el "trust" anglosajón; tiene mucho de uno y otro, pero el resultado es una figura novedosa que reviste características propias. En forma más que breve se explicará seguidamente como renace esta nueva especie con características propias latinoamericanas.<sup>(2)</sup>

A principios del siglo XX, el contacto entre los hombres de negocios y profesionales del derecho de México y Estados Unidos, despertó en aquéllos el interés en la figura del "trust" y sus aspectos técnicos, hasta ese entonces casi desconocidos para los latinoamericanos. No puede menos de sorprender que una institución de la antigüedad y la excepcional utilidad práctica del "trust" sólo haya venido a suscitar el interés de los juristas formados en la tradición del derecho romano hasta época tan tardía. El prestigio de la tradición del "trust" y la conveniencia impulsaron - vanamente - a los mejicanos a tratar de adaptarlo bajo la figura del fideicomiso, bajo la iniciativa del diputado Carlos Limantour que presentó un proyecto en el año 1905, sin obtener eco favorable en el Congreso de ese país.

Fue el mérito de Ricardo J. Alfaro, jurista panameño, haber propuesto, en un foro internacional (Tercera Conferencia Científica Panamericana, Lima, 1924), la necesidad y conveniencia de introducir en la legislación de los países latinos una institución civil nueva, semejante al "trust" del derecho inglés, proponiendo para ello un proyecto de Ley de Fideicomisos de 38 artículos. Puede decirse que la piedra basal del fideicomiso hispanoamericano, fue el Proyecto panameño de Alfaro (1920), sancionado como ley en 1925 y luego en Puerto Rico (1928).

---

(2) *Ibidem.*-

El Fideicomiso, en su nueva concepción latinoamericana, fue adoptado sucesivamente, entre otros, por los siguientes países: Colombia (1923), México (1924), Chile (1925), Bolivia (1928), Costa Rica (1936), El Salvador (1937), Venezuela (1940), Nicaragua (1940), Guatemala (1946), Ecuador (1948), Honduras (1950), Perú, Argentina (1995), Cuba (1997). A la fecha, la vecina Uruguay está dando tratamiento parlamentario a un proyecto de ley de Fideicomiso, en versión mejorada del nuestro (incorporado a nuestro sistema por la ley 24.441).

En síntesis, en su gran mayoría, los países hispanoamericanos y especialmente los centroamericanos, incorporaron con mayor o menor plenitud y variantes, el fideicomiso en su legislación con un desarrollo y éxito significativos.

Tradicionalmente, hasta la década del '90, la operatoria de fideicomiso era, en Latinoamérica en general, una función tradicionalmente bancaria. En los primeros años de dicha década, con la apertura de las economías y el advenimiento del fenómeno de la globalización, comenzaron a incorporarse ciertas figuras propias del mundo anglosajón, como la "securitisation" o "titulización" de activos. Básicamente el fenómeno se dio con más fuerza en el ámbito del mercado de capitales.

Puntualmente se requería una figura similar al "trust" para utilizarla en la titulación de activos (Vg. hipotecas, prendas, créditos) como "vehículo de aislamiento" de los bienes securitizados. Por esa razón, algunos países que ya contaban con legislación de fideicomiso, la remozaron por vía reglamentaria (vg. Colombia), y otros como Paraguay, la Argentina (1995) y Cuba (1997) lo incorporaron como novedad.

En lo que respecta a Tratados o Convenciones Internacionales de Derecho Internacional Privado, el Fideicomiso Latinoamericano no tiene a la fecha normas que vinculen a los países de la región, como ocurre con la Convención de La Haya sobre el Trust (suscrita en 1985 y en vigor desde 1992).- No obstante ello, la Federación Latinoamericana de Bancos (Felaban) , contiene en su seno un Comité especializado en Fideicomiso y un Congreso (COLAFI) que se reúne anualmente, en algún país miembro con un poder de convocatoria sorprendente, donde se difunden las distintas experiencias y negocios en la práctica fiduciaria profesional.

En la actualidad, la utilización de la figura del fideicomiso - por la seguridad que confiere- se ha extendido a casi todos los campos económicos (públicos y privados) en innumerables aplicaciones. Como producto de bancos, en el mercado de capitales; como figura adoptada por los organismos financieros multinacionales, para el financiamiento de grandes emprendimientos, para el rescate y solución de crisis empresariales y bancarias, instrumentando garantías de créditos, vehiculizando inversiones en tiempos de emergencia económica y altos riesgos; como medio de ahorro y planificación familiar, en el negocio de las aseguradoras, etc.

#### Fideicomiso latinoamericano y "trust".

Para comprender el Fideicomiso latinoamericano y alcanzar el conocimiento de sus probadas virtudes, así como sus limitaciones, partimos de una premisa básica: no es el fideicomiso que conocieron los romanos ni es el Trust anglosajón. El Fideicomiso latinoamericano es un híbrido que contiene características de uno y otro, dando origen a un instituto con perfiles propios de carácter "sui generis". Esa hibridez es, paradójicamente, lo que le permite una funcionalidad inapreciable y es a su vez lo que provoca ciertos desajustes y contradicciones en relación al principio de la universalidad del patrimonio insita en la legislación continental.<sup>(3)</sup>

---

(3) Lisoprawski, Silvio Victor ;" *La securitización. Necesidad de una legislación de fideicomiso financiero.*" . La Ley. Buenos Aires. - Año 58, No. 101 [26 may 1994]. , p. 1

El fideicomiso latinoamericano y el "trust" tienen en común la transmisión del derecho de propiedad de los bienes fideicomitados en cabeza del "fiduciario" o "trustee", así como en ambos supuestos el "fiduciario" es un dueño en interés ajeno. Hay otras similitudes y por ello a ambos institutos se los encuadra dentro de los negocios "fiduciarios". Sin embargo, las diferencias en el régimen legal del "trust" anglosajón impiden la identificación de ambas figuras, amén de otras diferencias históricas y culturales.<sup>(4)</sup>

No obstante ello, se considera al "trust" como la aportación angloamericana más trascendental en el campo del derecho. El fideicomiso latinoamericano fue en realidad, como se dijera, el producto de la imposibilidad de adoptar el "trust" en los países de tradición jurídica romana. El propósito existió, pero encontró un obstáculo insalvable: el "trust" exige, para existir y ser inteligible, el sistema de doble propiedad enmarcado en un sistema legal regido por un doble orden de leyes: el "common law" o derecho común y el "equity" o derecho de equidad, conceptos que no se compatibilizan con el derecho civil francés en el cual tal dualidad legislativa no existe sino que, además, los atributos del dominio - los más importantes- son los de la exclusividad, la absolutez y la perpetuidad. En cambio, la propiedad fiduciaria del "trustee" es compartida con el "beneficiario" (beneficial ownership) en el derecho de equidad, mientras que el "fiduciario" latinoamericano es dueño exclusivo y los "beneficiarios" son su acreedor.

#### **Elementos comunes y diferencias en la legislación comparada del Fideicomiso Latinoamericano.**

La concepción de fideicomiso en los países latinoamericanos que receptaron legislación para esa especie, es común: negocio jurídico o contrato por el cual un o mas sujetos denominados "fiduciante", "fideicomitente" o "constituyente" se comprometen a transmitir o transmiten en el acto, bienes a otro sujeto, denominado "fiduciario", a los efectos de que éste los administre y/o disponga afectando los mismos a una o más finalidades determinadas, en beneficio de uno o más sujetos denominados "beneficiarios" o "fideicomisarios".<sup>(5)</sup>

Los países que cuentan con una legislación integral o completa de fideicomiso, tienen en común la afectación de los bienes fideicomitados a una finalidad

determinada. El aislamiento o encapsulamiento de los bienes transmitidos en fideicomiso, por vía de la admisión legal de patrimonios separados o autónomos, o bien por medio de la afectación de bienes a una finalidad, dejando de lado la concepción clásica de la universalidad del patrimonio que uniforma la legislación de tradición napoleónica, fue el objetivo de este instituto híbrido nacido en el seno de los países latinoamericanos.

Aislamiento cuyo propósito es el de impedir que los bienes fideicomitidos puedan ser agredidos individual o colectivamente, salvo fraude, por los acreedores del fiduciante, de los beneficiarios y hasta del fiduciario; en este último caso por deudas que no hubieren sido contraídas en la ejecución del fideicomiso. De esta manera, la doctrina latinoamericana creó un vehículo que pudiera atemperar el riesgo de crédito y una opción interesante de garantía auto liquidable (vg. el fideicomiso de garantía). Esas fueron, sin duda, las razones determinantes por la que los países involucrados en la región, se dieron una legislación de fideicomiso con un rasgo común: la admisión de patrimonios de afectación o separados, como continente de los activos cuya intangibilidad se desea preservar, en cabeza del "Fiduciario", al margen de su patrimonio universal o personal y de los riesgos implícitos en él. Salvo la consideración del patrimonio autónomo como sujeto de derecho que recepta la legislación de Québec (Canada) y más recientemente Ecuador, los demás países conciben al fiduciario como un sujeto de derecho que, siendo titular del dominio o propiedad de los bienes fideicomitidos, con sujeción a un plazo o condición y de carácter limitado y temporario, no confunden los bienes afectos con su propio patrimonio o "patrimonio no fideicomitado".

---

(3) y (5) *Ibidem.*-

Sin embargo, el común denominador es la subsistencia del referido patrimonio separado o autónomo (ya sea como sujeto de derecho o de titularidad del fiduciario), así como la continuación del fideicomiso en cabeza de otro fiduciario, en caso de que aquél renuncie, sea removido por incumplimiento o resulte inhabilitado para continuar como tal, en los supuestos de fallecimiento (si fuera persona física), liquidación o quiebra del fiduciario respecto del patrimonio personal o no fideicomitado.

En esos supuestos, el patrimonio del fideicomiso se transfiere -emigra- al fiduciario sustituto, sin más y continua con la finalidad propuesta.- La extinción o incapacidad de la persona del fiduciario, en tanto sujeto de derecho, no arrastra o compromete el patrimonio del fideicomiso y no lo somete al destino previsto para los patrimonios universales (vg. liquidación, sucesión mortis causa, concurso preventivo, quiebra).

La transmisión de la propiedad al fiduciario en el Fideicomiso, es un elemento que hace a la esencia del fideicomiso e indispensable para sus fines. Los anglosajones lo consiguen haciendo al "trustee" ("fiduciario") "propietario titulado o legal", mientras al mismo tiempo consideran al "beneficiario" como "propietario real o equitativo".

Es pues indispensable para los fines del fideicomiso, que el constituyente se aparte de la propiedad de los bienes sobre los cuales versa y que los transmita a la persona en quien deposita su confianza (el fiduciario).

Existe un concepto, bastante difundido en la doctrina latinoamericana de fideicomiso, que afirma lo siguiente: el efecto traslativo de dominio que produce el fideicomiso no puede asimilarse a la transmisión tradicional de derecho de propiedad, la que se produce, por ejemplo, mediante figuras jurídicas como la compraventa, la permuta o la donación. En el fideicomiso, por principio, la transmisión de propiedad se realiza para el solo efecto de que el "fiduciario" pueda cumplir con el fin que se le encomienda.(6)

---

(6) Kiper, Claudio, *Fideicomiso*; Buenos Aires, Depalma editorial, 1996, p 132

El "fiduciario" tiene sobre los bienes una propiedad fiduciaria, es decir, que su dominio o propiedad está sujeto a las limitaciones impuestas por el contrato de fideicomiso y la ley. Los elementos diferenciadores, entre las distintas legislaciones nacionales de Latinoamérica y la provincia de Québec (Canadá), pasan por la profesionalidad o no del fiduciario en lo general, debiendo advertirse que dentro de los que autorizan a cualquier persona (física o jurídica) la asunción de ese carácter, exigen para ciertos campos de la actividad económica (bancarias, previsionales y de mercado de capitales) una calidad profesional determinada, con sujeción a una Autoridad Pública de fiscalización y control (Bancos Centrales, Comisiones de Valores o Supervisoras de Fiduciarias). En general admiten el fideicomiso testamentario y continúan con la prohibición tradicional de las sustituciones fideicomisarias del Código Civil francés.

No obstante ello, no se advierte en general, que el instituto haya adquirido un desarrollo significativo en el campo sucesorio. Otro elemento diferenciador, no substancial, es la extensión de la vida del fideicomiso, esto es la sujeción o no a un plazo. Los que se ciñen a un plazo, oscilan entre los 20 y 80 años como máximo de duración, con excepciones de extensión del tiempo límite por diversas causas (beneficiarios incapaces, fideicomisos de utilidad pública, culturales o científicos, etc.). La tendencia de la legislación, es la adecuación de la figura al ordenamiento jurídico local en cuanto a las formas. En todos los países la forma escrita es una exigencia común y la vía solemne (escritura pública) como requisito constitutivo es la excepción, cuando no se trata de la traslación de derechos reales de bienes registrables (vg. inmuebles).

Respecto de la clase de bienes susceptibles de fideicomiso, el común denominador es la admisión amplia (cosas, derechos, bienes incorporales, créditos, etc.) sin que se adviertan limitaciones apreciables. La diferenciación puede estribar en lo que atañe a la existencia presente o futura de los bienes, o la admisión de transmisiones fiduciarias de universalidades jurídicas (vg. establecimientos, fondos de comercio). (7)

---

(7) *Ibidem.* -

Es general que el fiduciario tenga facultades amplias de administración y disposición (con sujeción a los límites que le impone el acto constitutivo) para el cumplimiento de la finalidad impuesta por el constituyente. Es excepcional, la admisión del fiduciario como beneficiario, o la posibilidad de que este pueda adquirir para sí los bienes fideicomitidos, limitaciones estas que apuntan a prevenir el conflicto de intereses. Las legislaciones apuntan a extremar la responsabilidad del fiduciario, estableciendo estándares de conducta tales como el que se requiere a un "buen padre de familia" (las legislaciones más antiguas) y al "buen hombre de negocios" (las leyes más recientes), la obligación de rendir cuentas periódicamente como disposición de orden público, la prohibición de eximir convencionalmente al fiduciario de la culpa grave y el dolo, en lo que al incumplimiento de sus deberes respecta, la posibilidad de remover al fiduciario y la sustitución del mismo por vía de previsión contractual o resuelta judicialmente

Es excepcional el tratamiento penal específico respecto de delitos del fiduciario; prevalece la aplicación de la normativa penal general, particularmente en lo que atañe a la administración fraudulenta que es el campo más propicio del ilícito criminal en que incurre el fiduciario. En general, como una carencia significativa, no hay desarrollo ni previsiones legislativas que den respuesta orgánica al fenómeno del patrimonio del fideicomiso en crisis, esto es que resulten insuficientes los bienes fideicomitidos para responder por las obligaciones contraídas por el fiduciario en cumplimiento de su encargo, y su alineamiento, complementación o coordinación respecto de la legislación falencial (de carácter preventivo o quiebra) existente en cada país. Dependiendo del ordenamiento jurídico del país de que se trate, tampoco hay uniformidad legislativa o consenso doctrinario acerca de la naturaleza de la propiedad fiduciaria, esto es si se trata de una especie dentro del derecho real del dominio pleno, o si se trata de un régimen dual donde conviven la "propiedad fiduciaria" diferenciada y diversa al dominio, en su concepción tradicional.

Hoy el contrato de fideicomiso constituye una novedad para el común de la gente. La figura, prácticamente desconocida ha adquirido un desarrollo y una trascendencia poco frecuentes para un instituto sin raigambre en nuestra cultura

Jurídica. Dentro de la familia de los NEGOCIOS DE CONFIANZA o NEGOCIOS FIDUCIARIOS, el fideicomiso implica la transferencia de un dominio a una tercera persona sólo a título de confianza (fiducia) porque se entiende que esta persona cumplirá el encargo encomendado por quien le transmite la propiedad.

Puede definirse al contrato de fideicomiso como el negocio jurídico en virtud del cual una persona llamada "fiduciante" transfiere a título de confianza, a otra persona denominada "fiduciario", uno o más bienes (que pasan a formar el patrimonio fideicomitido) para que al vencimiento de un plazo o al cumplimiento de una condición, éste transmita la finalidad o el resultado establecido por el primero, a su favor o a favor de un tercero llamado "beneficiario o fideicomisario" (8)

Es importante para identificar esta figura, resaltar la necesaria conjunción de tres elementos básicos y fundamentales:

La fiducia o el encargo por confianza.

La transmisión de la propiedad vinculada a esa fiducia.

La figura del "fiduciario" que recibe los bienes y el encargo.

En el fideicomiso coinciden necesariamente la fiducia y la transmisión de la propiedad. Entonces un mero encargo de confianza sin transmisión de propiedad, no es un fideicomiso. Tampoco lo será la transmisión de propiedad que no esté vinculada a un encargo de confianza.

---

(8) *Villegas, Marcelo; Kenny, Mario;* " **El fideicomiso financiero y los Bancos**" ; *Revista de Derecho Privado y Comunitario. Ciudad Autónoma de Buenos Aire; Ed: Rubinzal-Culzoni, n. 2005-3 ; Contratos Bancarios, 2006, p. 235.*

### **Estructura funcional del fideicomiso**

**Fuente:** Puede ser constituido por contrato o testamento.

**Plazo o condición:** El plazo no puede ser superior a 30 años, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, en cuyo caso puede durar hasta su muerte o hasta la cesación de su incapacidad.

**Fiduciante o Fideicomitente:** Es quien constituye el fideicomiso, transmitiendo la propiedad del bien o de los bienes al fiduciario, para que cumpla la finalidad específica del fideicomiso.

**Fiduciario:** En general puede serlo cualquier persona. Por lo tanto pueden serlo personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, etc. Sin embargo sólo podrán ofrecer sus servicios como fiduciarios, las entidades financieras sujetas a la ley respectiva o bien personas jurídicas expresamente autorizadas a tal fin por la Comisión Nacional de Valores.

**Beneficiario:** Es aquel en cuyo favor se ejerce la administración de los bienes fideicomitados. Puede ser una persona física o jurídica que puede no existir al tiempo del contrato o testamento, siempre que consten los datos que permitan su individualización futura. Se puede designar más de un beneficiario y beneficiarios sustitutos. Si el beneficiario no llegara a existir, no acepta, o renuncia, el beneficiario será el fideicomisario y en defecto de éste será el fiduciante.

**Fideicomisario:** Es quien recibe los bienes fideicomitados.

**Bienes fideicomitados:** El o los bienes transferidos al fiduciario y que forman la propiedad fiduciaria. Este patrimonio fideicomitado constituye un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante.

**Patrimonio separado:** Esta es una de las características más salientes de la ley y del fideicomiso. Los bienes objeto del fideicomiso forman un patrimonio separado, tanto del patrimonio del fiduciante, del fiduciario e inclusive de las otras partes

(beneficiario y fideicomisario). Esta regla tiene importantísimos efectos porque protege a los bienes fideicomitados de la eventual acción de los acreedores de fiduciante, fiduciario u otras partes, incluso en caso de quiebra, concurso o incapacidad de ellos. Los bienes fideicomitados no están incluidos en el principio de la universalidad concursal. Los bienes fideicomitados sólo responderán por las deudas contraídas por el fiduciario dentro de sus facultades y por las cargas propias de tales bienes.<sup>(9)</sup>

**Facultades del fiduciario:** El fiduciario tendrá los derechos de administración, disposición y gravamen de los bienes fideicomitados, con las limitaciones que surjan del contrato o testamento.

#### **Modalidades de fideicomisos**

Entre las modalidades más definidas en el ámbito empresarial, financiero y de negocios, se encuentran los siguientes fideicomisos que pueden tratarse como figuras individuales - solo una-, o bien en conjunto -más de una-, a saber: <sup>(10)</sup>

Fideicomisos de administración

Fideicomisos de inversión

Fideicomisos financieros

Fideicomisos de garantía

Fideicomisos de cobranzas

Fideicomisos de gestión

Régimen legal aplicable

Ley 24.441/94 -Título I- "Del Fideicomiso"

---

(9) y (10) *Neirotti, Julián E.;" Manual práctico de fideicomiso : doctrina, jurisprudencia, legislación y modelos contractuales". Rosario: Editorial Jurídica Nova Tesis, 2006. 367 p.*

## **FIDEICOMISO FINANCIERO.**

Se trata éste de una especie enmarcada en la figura genérica del fideicomiso, y permite que el patrimonio de una persona pueda separarse del resto y permanecer inatacable contra posibles ataques de acreedores. Esta es la muy importante novedad que trae la Ley, puesto que los bienes afectados al fideicomiso no corren el riesgo comercial del fiduciante (el que transmite la propiedad de los bienes) ni del fiduciario (nuevo propietario de los bienes fideicomitidos). Es decir que este patrimonio objeto del fideicomiso no puede ser perseguido por los acreedores de ninguno de ellos, ni tampoco la quiebra de ambos o de alguno de ellos incide sobre estos bienes tan particulares.

Los fondos fiduciarios originados en los fideicomisos financieros constituyen instrumentos relativamente novedosos, siendo esencialmente un depósito de bienes para un fin determinado.

El que entrega en depósito (fiduciante o fideicomitente) pierde la propiedad de los bienes, el que los recibe (fiduciario) tampoco puede considerarlos de su propiedad ya que debe apartarlos del resto de sus bienes y destinarlos exclusivamente al fin acordado con el transmisor cumpliendo con lo estipulado en el contrato.

El fiduciario dispone de algo que le pertenece (tiene el dominio) y cumple con un contrato lícito y previsto en la Ley.

Lo único que prohíbe expresamente la Ley es que el fiduciario adquiera para sí los bienes fideicomitidos

En este orden, la legislación argentina distingue entre dos fondos:

Los fondos fiduciarios "no financieros"

Los fondos fiduciarios "financieros"

En este último caso, el que recibe los bienes (el fiduciario) debe ser indefectiblemente una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores.

### **Definición**

**EI FIDEICOMISO FINANCIERO** es aquel contrato de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero.

### **Beneficiarios**

Son los titulares de los certificados de participación del patrimonio fiduciario o de títulos de deuda garantizados por los bienes fideicomitados.

Es que la función principal del fideicomiso financiero es actuar como vehículo en la "securitización o titulación" de las carteras de crédito transferidas por el fiduciante al fiduciario financiero (entidad financiera o sociedad habilitada), como patrimonio objeto del fideicomiso.

### **Aspecto Normativo**

En los artículos 19 a 24 de la Ley 24.441/94 se regula específicamente el Fideicomiso Financiero. También se integra con las normas emitidas por el Banco entidades financiera intervinientes (en este caso el fiduciante puede ser una entidad financiera, pero el fiduciario debe ser una entidad financiera). Debe agregarse las resoluciones que dicte la Comisión Nacional de Valores en su carácter de autoridad de aplicación conforme a la Ley 24.441.

Sirve para el proceso de "securitización o titulación de créditos", por el cual el titular los activos crediticios -el fideicomiso financiero- los utiliza como respaldo de la emisión de títulos que le faciliten la obtención de fondos frescos.

Técnica de financiación que consiste en un procedimiento por el cual se pueden transformar activos inmovilizados e ilíquidos en instrumentos financieros negociables

### **PLAN DE ASISTENCIA FINANCIERA PARA PYMES.**

A nadie escapa la importancia del crédito para el desarrollo y expansión de la actividad económica: sin crédito, emprendimientos viables se frustran por la imposibilidad de contar con los recursos suficientes para encarar inversiones en activos fijos, financiar el capital de trabajo, exportaciones, etcétera.

Las dificultades de acceso al crédito para las PyMEs no son exclusivas de la Argentina, y entre sus principales causas se encuentran:

- La rigidez del mercado financiero para incorporar recursos de largo plazo a la PyMEs. Mientras que la gran empresa cuenta con mayores posibilidades de acceder a la Bolsa de Comercio o de captar capitales, la pequeña empresa cuenta en gran medida con recursos propios y con la financiación ajena a corto o mediano plazo para financiar su expansión.
- El difícil acceso de las PyMEs a instrumentos alternativos de financiación de costo inferior a los créditos bancarios.
- Los mayores costos financieros y menores períodos de amortización para las operaciones financieras tradicionales de las PyMEs. La dificultad de evaluar la viabilidad de los planes de inversión de las PyMEs se sustituye por la exigencia de garantía real o personal y/o primas de riesgo adicionales.

Si estos elementos se encuentran presentes en mayor o menor medida en cualquier parte del mundo, las características del sistema financiero argentino configuradas a partir de mediados de los '90 operaron como un factor negativo adicional que reforzó estas dificultades. En efecto, el proceso de concentración y extranjerización ocurrido en aquellos años, junto a las restrictivas normas de previsión y de calificación de empresas, castigaron aún más a los pequeños y medianos empresarios tanto en términos de cantidad de créditos otorgados como de las altas tasas de interés aplicadas, lo que contribuyó a reducir notablemente su grado de bancarización

### **Instrumentos para reforzar las garantías**

Fue prevista por la Ley 24.467 la creación de **Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)**. Se trata de sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de las PyMEs a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones, permitiéndoles garantizar cualquier tipo de compromisos u obligaciones susceptibles de apreciación dineraria. Este sistema surgió como respuesta a los problemas que deben afrontar las PyMEs en sus relaciones de negocios con sectores de mayor tamaño o envergadura.

Teniendo en cuenta la importancia que estas sociedades han tenido en distintos países del mundo, se está haciendo un gran esfuerzo por expandirlas en nuestro país. Prueba de ello es que mientras en el año 2002 sólo existían 9 compañías que dieron avales por 74 millones de pesos, se estima que en 2004 habrá 20 SGR que otorgarán avales por 250 millones de pesos.

Estas sociedades, a su vez, necesitan contar con una reaseguradora, y esa es la función del **Fondo de Garantía para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FOGAPyME)** creado por la Ley 25.300 y recientemente puesto en marcha. Su objetivo es redescantar garantías emitidas por las SGR, y ofrecer garantías directas. En el primer caso, se trata de aumentar la capacidad operativa de las SGR, reduciendo el monto global de los riesgos cubiertos en forma de avales, para que puedan otorgar nuevos avales hasta alcanzar nuevamente el monto máximo de su capacidad de responder por los deudores morosos. En el segundo caso, su función es librar garantías a favor de empresas ubicadas en regiones o en sectores que no estén alcanzadas por la actividad habitual de las SGR existentes.

**BIBLIOGRAFIA ESPECIFICA**

- *Lisoprawski, Silvio Víctor, Kiper, Claudio Marcelo; "Fideicomiso. Dominio fiduciario. Securitización". Buenos Aires: Depalma, 1995. 579 p.*
- *Lisoprawski, Silvio Víctor ;" La securitización. Necesidad de una legislación de fideicomiso financiero." . La Ley. Buenos Aires. - Año 58, No. 101 [26 may 1994]. , p. 1*
- *Kiper, Claudio, Fideicomiso; Buenos Aires, Depalma editorial, 1996, p 132*
- *Villegas, Marcelo; Kenny, Mario;" El fideicomiso financiero y los Bancos" ; Revista de Derecho Privado y Comunitario. Ciudad Autónoma de Buenos Aires; Ed: Rubinzal-Culzoni, n. 2005-3 ; Contratos Bancarios, 2006, p. 235.*
- *Neirotti, Julián E;" Manual práctico de fideicomiso : doctrina, jurisprudencia, legislación y modelos contractuales". Rosario: Editorial Jurídica Nova Tesis, 2006. 367 p.*

## CAPITULO IV

### MERCADO DE CAPITALES: IMPLICANCIAS FINANCIERAS

### **Mercado de Capitales: Implicancias Financieras**

El mercado de capitales, es el vehículo financiero que permite al Estado y a los particulares hacerse de capitales a mediano y largo plazo. El mercado de valores al canalizar la negociación secundaria de los títulos valores admitidos a la oferta pública, otorga condiciones de liquidez indispensables para conseguir inversores en plazos mayores a las costumbres de plaza.

El mercado de capitales junto con el mercado de dinero (que a su vez está integrado por el sistema bancario y el financiero no institucionalizado) configuran el mercado financiero, en el cual se invierten los ahorros que se derivan a los créditos de todo tipo. Así, entidades financieras, fondos de pensión, sociedades de bolsa, agentes de mercado, son los canales a través de los cuales se transfieren los fondos dinerarios, mediante instrumentos aptos como las acciones, los títulos de deuda, las cuotas partes de fondos y los contratos de futuros y opciones y también los fideicomisos.

En la Argentina, encontramos que la oferta pública de títulos valores está regulada por la ley 17.811, que es la que ha creado que la autoridad que ejerce la superintendencia del mercado financiero, la Comisión Nacional de Valores, y regula la organización y funcionamiento de las bolsas de comercio y mercados de valores, así como la accionar de las personas que intervienen en la compra y venta de títulos valores. Al regular sólo la oferta de valores realizada por personas físicas o jurídicas privadas, no caen dentro del ámbito de su competencia la oferta pública de títulos valores emitidos por la Nación, las provincias, las municipalidades, los entes autárquicos y las empresas del Estado.

La oferta pública, entonces, vendría a constituirse en una especie de respaldo que el Estado otorga a los títulos valores a través de la actuación de la Comisión Nacional de Valores, con el objetivo de que el inversor esté en condiciones de conocer la capacidad económica y financiera de la entidad emisora, de modo de asegurarle ciertas condiciones de seguridad.

A esta oferta a través de la emisión de títulos valores, le acompaña la oferta secundaria que comprende las sucesivas transmisiones o negociaciones del título con intervención de los agentes de bolsas o de mercado abierto.

Este mecanismo secundario le otorga a la emisión un atractivo adicional por la posibilidad de obtener una rápida realización de la inversión, dependiendo su mayor o menor facilidad de realización de las características del título.

La relación existente entre el sistema financiero y el fideicomiso financiero consiste en que siendo el primero, una fuente en la cual los participantes del mismo pueden obtener fondos para realizar sus diversas inversiones, es el fideicomiso una alternativa financiera para atraer esos fondos del sistema pudiendo el originante obtener un financiamiento menos costoso, por ser menor el riesgo asumido por él y por quien transfiere los fondos, y aumentar su liquidez rápidamente.<sup>1</sup>

Especialmente, en el fideicomiso financiero, interviene una entidad financiera que emite títulos de deuda y certificados de participación, respaldados por los bienes fideicomitidos, los cuales se inyectan en el sistema financiero buscando que los inversores los compren, logrando así que el fideicomiso constituido se nutra de los fondos que necesita.

Entonces, como el fideicomiso financiero requiere del sistema financiero para funcionar, es imprescindible para el mismo, las regulaciones impuestas dentro del sistema y obtener los beneficios de la existencia de un organismo que ejerce superintendencia (CNV), otorgando a los originantes, fiduciantes e inversores, transparencia, claridad y seguridad en sus transacciones.

---

(1) *Cdr. Moscato, Carlos, profesor de la materia Administración Financiera, en la Universidad de Buenos Aires. Cuaderno Profesional N° 6 del C.P.C.E.C.F.*

### **El fideicomiso financiero en la ley 24.441.**

El art. 19 de la ley 24.441 lo define así: " 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, donde se establece que le son de aplicación las reglas generales precedentes previstas en la misma ley. 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.<sup>2</sup>

Una característica importante 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.

---

( 2) "*Fideicomiso y Securitización – Análisis Legal, Fiscal y Contable*" Malumián, N.; Diplotti, A.; Gutierrez P. – Ed. La Ley – Bs. As. – 2001.

La Comisión Nacional de Valores es la autoridad de aplicación respecto del fideicomiso financiero (art. 19, ley 24.441), estando a su cargo dictar las normas reglamentarias pertinentes.<sup>3</sup>

En la definición del art. 19 no se menciona al fiduciante pero la expresión final referida a "los bienes así transmitidos", permite inferir su existencia, ya que, según la ley, debe mediar una transmisión fiduciaria de bienes, la que ha de estar a cargo de un fiduciante.

Esta característica hace que el fideicomiso no pierda su calidad de bilateral.

Dicha omisión ha sido tratada y solucionada por la Comisión Nacional de Valores mediante el dictado de las Resoluciones Generales. 290/97 y 296/97 al conceptualizar a esta figura especial, diciendo: "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 títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirlo al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato".

---

**(3) "Securitización, Fideicomiso, Fondos de Inversión, Leasing" – Martín, Julián Alberto, Ed. Price Waterhouse – Bs. As. 1996.**

La facultad de cumplir "encargos fiduciarios" que originariamente le estaba reservada a los bancos de inversión y a las compañías financieras por la Ley 18.601, se amplió para los bancos comerciales por la Ley 21.526, al permitirles a esas entidades la realización de todas las operaciones activas, pasivas y de servicios que no sean prohibidas por la presente ley por las normas que, con sentido objetivo dicte el Banco Central en ejercicio de sus facultades. Esta facultad se ve ahora confirmada y ampliada a partir de la actuación como fiduciarios financieros prevista en la ley 24.441.

La resolución general 290/97 introduce incompatibilidades de importancia en cuanto a las vinculaciones societarias que puedan existir entre el fiduciario y el fiduciante. Así, el art. 8 establece que: "el fiduciario y el fiduciante no podrán tener accionistas comunes que posean en conjunto el diez por ciento (10 %) o más de capital del fiduciario y del fiduciante, o de las entidades controlantes del fiduciario o del fiduciante. El fiduciario tampoco podrá ser sociedad vinculada al fiduciante o a accionistas que posean más del diez por ciento (10 %) del capital del fiduciante".

Se procura con esta incompatibilidad, mantener la independencia entre fiduciario y fiduciante a fin de no alterar la esencia de la estructura de la figura superponiendo o confundiendo los roles que a cada uno le compete, y según la cual uno transfiere al otro la propiedad de los activos a título de confianza, en el marco de un contrato bilateral. Con esta limitación se sigue la orientación de la ley 24.441 que prohíbe la constitución unilateral de fideicomisos.

También la Ley 24.441, en su art. 70, prevé que en caso de que exista cesión de créditos; se puede ceder derechos como componentes de una cartera de créditos, para:

- a) garantizar la emisión de títulos valores mediante oferta pública.
- b) constituir el activo de una sociedad, con el objeto de que ésta emita títulos valores ofertables públicamente y cuyos servicios de amortización e intereses estén garantizados con dicho activo.
- c) constituir el patrimonio de un fondo común de créditos.

El inciso a) es el que se adecuaría al caso del fideicomiso financiero, siendo el inciso c) para los casos de los fondos comunes de inversión, y el b) parece referirse al caso de una sociedad ya creada.

Los beneficiarios son los inversores o ahorristas que adquieren los títulos valores respaldados por los activos transmitidos en fideicomiso. Los beneficiarios sólo serán reconocidos en el momento en que ejerzan sus derechos de ceder, vender, o cobrar los títulos valores, en razón de la naturaleza circulatoria de los títulos. Nos encontramos con dos tipos diferentes de beneficiarios: uno, es el titular de "certificados de participación en el dominio fiduciario", el otro, es el titular de "títulos representativos de deuda" garantizados con los bienes así transmitidos.<sup>4</sup>

La ley califica expresamente como títulos valores tanto a los certificados de participación como a los títulos de deuda emitidos, determinando, así, el encuadre legal del cual participan.

Por interpretación analógica (art. 16, Cód. Civ.) a los certificados de participación corresponde aplicar las normas respecto de las cuota partes de "copropiedad" de los fondos comunes de inversión (art. 1, ley 24.083), y a los títulos valores de deuda, las disposiciones de las obligaciones negociables (ley 23.576, modif. por la ley 23.962).

---

(4) *"Fideicomisos. Estado Actual"* – Martín Julián A. – *Doctrina Tributaria* N° 232 – Ed. Errepar – Julio 1999.

**BIBLIOGRAFIA ESPECIFICA**

- **Cdor. Moscato, Carlos, profesor de la materia Administración Financiera, en la Universidad de Buenos Aires. Cuaderno Profesional N° 6 del C.P.C.E.C.F.**
- **Malumián, N ; "Fideicomiso y Securitización – Análisis Legal, Fiscal y Contable" .; Diplotti, A.; Gutierrez P. – Ed. La Ley – Bs. As. – 2001.**
- **Martín, Julián Alberto "Securitización, Fideicomiso, Fondos de Inversión, Leasing" , Ed. Price Waterhouse – Bs. As. 1996.**

**CAPITULO V**

**FIDEICOMISO FINANCIERO:**

**VENTAJAS**

## **VENTAJAS: Fideicomiso Financiero**

Desde un punto de vista financiero, es destacable mencionar que cuando las empresas disponen de ciertos tipos de activos con capacidad de generar un flujo de caja y esto es percibido por el mercado financiero y de capitales como una importante fuente de fondos para el repago de las obligaciones, se da lugar a una nueva fuente de financiación para las empresas, garantizando en general esta operación con activos ociosos o de bajo rendimiento.

El fideicomiso financiero y la securitización se transforman en un instrumento para obtener capital de trabajo sin mayor endeudamiento. Constituyen una importante fuente de financiación de proyectos de inversión y refinanciación de pasivos. La baja en el costo del endeudamiento se explica fundamentalmente por el descenso del riesgo de no pago y las garantías operacionales. La separación de riesgos comerciales y de gerenciamiento también debería influir en la reducción de tasas de costo de capital. Dado que los certificados de participación y los títulos de deuda son negociables, es posible obtener cierto nivel de liquidez comprando y vendiendo estos activos financieros en el mercado secundario.<sup>(1)</sup>

Desde lo comercial, mejora la transparencia del negocio por el mayor control fiduciario y se fortalecen los acuerdos societarios.

La securitización modifica el mecanismo de financiamiento tradicional por otro más complejo que conlleva la desintermediación del proceso, ya que pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero (el banco media pero no asume riesgo crediticio, ya que la contingencia queda en cabeza del tenedor final del título), y la movilización de activos de baja rotación.

Esto permite inyectar nuevos recursos al sistema recomenzando el proceso de inversión que, con mayor liquidez y garantías, beneficia a la economía general, transformando préstamos o cuentas de activos ilíquidas a cobrar en títulos valores (activos líquidos).

---

(1) <http://www.comafi.com.ar/NegociosFiduciarios/Preguntas/Default.asp>

En cualquier caso los bienes transmitidos en propiedad fiduciaria quedan aislados jurídicamente, y constituyen un patrimonio afectado a un fin determinado (patrimonio de afectación), separado del patrimonio del fiduciante y fiduciario, quedando tales bienes integrantes de este patrimonio exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores de ambos. Los acreedores de los beneficiarios a su vez no pueden más que subrogarse en los derechos de estos últimos. Por otra parte ante la eventual insuficiencia del patrimonio fideicomitado para cumplir con las obligaciones asumidas en el cumplimiento del objeto del fideicomiso, a falta de otras previsiones en el contrato dirigidas a superar esa circunstancia, no se declara su quiebra sino que se procede a su liquidación extrajudicialmente. En el caso de los denominados Fideicomisos Financieros, a falta de otra previsión contractual al efecto, la ley prevé un procedimiento especial para que los inversores exterioricen su voluntad a fin de resolver el curso de acción a seguir frente a esa situación de insuficiencia patrimonial. El Contrato de Fideicomiso, no es un fin en sí mismo, sino que es un efectivo "blindaje jurídico" y un instrumento eficaz para dar seguridad a todo tipo de negocio jurídico específico que sea su objeto y para canalizar recursos hacia los fines determinados que procuran tales negocios.

La finalidad perseguida por el originante:

Reduce el costo financiero por el aislamiento de determinados activos de su patrimonio y el otorgamiento de garantías adicionales.

Reduce el riesgo crediticio, lo que permite conseguir recursos a una mejor tasa de financiación.

Aumenta la capacidad prestable.

Evita el riesgo de liquidez provocado por las asincronías entre activos y pasivos. La securitización marca este inconveniente en razón del aumento de la rotación de los créditos en cartera. Las entidades con alto grado de inmovilización de sus carteras o largos plazos de amortización adquieren mayor capacidad prestable.

Propende al desarrollo de mercados de capitales al suministrar nuevos títulos a la oferta pública con una calidad homogénea y en un marco competitivo.

Concentra a la empresa en una actividad específica.

Estimula el crédito a largo plazo.

Mejora el retorno sobre la inversión y sobre el patrimonio neto.

El inversor extranjero puede estar mejor dispuesto a invertir en un proyecto de inversión garantizado por un activo aislado del riesgo país.

Para el inversor <sup>(2)</sup>:

Obtiene un mayor rendimiento que compensa el riesgo asumido.

El riesgo es acotado y calificado por profesionales.

Permite la participación directa en grandes inversiones que de otra forma, podría significar el desembolso de importante sumas de dinero o quizá 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.

Características deseables de los activos a securitizar:

Clara configuración de los créditos.

Patrones de pago definidos y flujo de fondos predecibles.

Baja probabilidad de incumplimientos.

Diversidad de deudores.

Alta rentabilidad.

---

(2) <http://www.bolsacba.com.ar/default.aspx>

**Análisis de las ventajas a través de un ejemplo:**

Veamos el caso de un negocio que vende sus productos a crédito.

En este tipo de operaciones la empresa no cobra el total de la venta al momento en que ésta se efectúa sino que la va cobrando en cuotas. La empresa necesitará efectivo para comprar la mercadería que seguirá comercializando. El dilema que se le presentará es de donde conseguir este dinero. Es aquí donde aparece la figura contractual del fideicomiso como herramienta para solucionar esta situación.

Supongamos que la empresa cobra un interés del 20% anual y una entidad financiera le ofrece darle toda la plata junta de esos créditos cobrándole el 10%. O lo que es lo mismo le descuenta el interés del monto a cobrar en el futuro. Esto le permite a la empresa cobrar el dinero en forma anticipada resignado una parte de los intereses que le cobra a sus clientes y así podrá seguir su giro comercial. Pero en realidad no es la entidad financiera quien efectúa la compra de los créditos sino que a través del fideicomiso arma una cartera con los créditos del ente y los ofrece a los inversores, emitiendo nuevos títulos que tiene como garantía los créditos otorgados por la casa comercial. Vale decir son los inversores quienes en definitiva le compran la cartera.

## **VENTAJAS QUE SE DESPRENDEN DE ESTA FIGURA**

Esta herramienta constituye una importante innovación, la cual permite el acceso de capitales no sólo a las grandes empresas, sino también a las PyMes. Así se constituye en un medio ideal de financiación de menor costo comparado con las tradicionales figuras de la hipoteca o la prenda. Además en el caso del Fideicomiso Financiero, le permite a una empresa reemplazar el crédito bancario, concurriendo directamente al mercado de capitales local e internacional, a captar ahorro ofertado a plazos mayores, y menores tasas, favoreciendo a inversores y bancos.

Además minimiza el riesgo de los negocios porque se constituye un patrimonio distinto al del fiduciante, fiduciario y al de los beneficiarios, aislando los activos transferidos fiduciariamente.

Posibilita el desarrollo de emprendimientos más allá de sus participantes. Al disminuir el riesgo, por constituir un patrimonio independiente con los bienes fideicomitidos, mejora la calidad crediticia, posibilitando la baja del costo de endeudamiento.

Acelera los plazos de ejecución en caso de incumplimiento, ya que, a través de la liquidación automática, el fiduciario puede actuar sin recurrir a la justicia.

Brinda transparencia en el manejo de los fondos al ser el fiduciario quien se responsabiliza por el cumplimiento del contrato.<sup>(3)</sup>

---

(3) <http://www.facpce.org.ar/boletines/59/fideicomiso.htm>

El Fideicomiso es una buena herramienta para fortalecer la reactivación productiva ya que:

- Cambia el criterio de evaluación del riesgo crediticio de las transacciones, porque deja de lado como parámetro al capital de las empresas intervinientes, para basarse en la solidez y coherencia del proyecto y en las posibilidades del flujo de fondos futuro que el mismo tenga previsto generar.
- Otorga al proyecto una verdadera protección patrimonial, es decir que lo inmuniza por los riesgos propios de las empresas intervinientes, que se deriven de otros negocios pasados, presentes o futuros en los que las mismas estuvieran interviniendo.
- Permite aunar intereses habitualmente contrapuestos en el circuito productivo tradicional. Amparando perfectamente los derechos de las partes involucradas, facilitando que proveedores, productores, exportadores, etc. se unan para concretar negocios trabados por la falta de crédito.
- Representa una alternativa apta para los inversores que hoy no cuentan con opciones confiables. Un conjunto de informaciones tales como estudios económico-financieros, análisis de mercado, reseñas descriptivas, dictámenes técnicos y varios otros, les proporcionan elementos de evaluación precisos y comprobables, como jamás tuvieron antes al elegir una entidad financiera. A todo esto se suma el esquema de garantías y resguardos implícitos en la metodología del Fideicomiso.
- El Fideicomiso se adapta a la naturaleza del negocio, no al revés. Asimismo no desplaza de su rol al empresario, que generalmente es designado como gerenciador del proyecto

**BIBLIOGRAFIA ESPECIFICA**

- <http://www.comafi.com.ar/NegociosFiduciarios/Preguntas/Default.asp>
- <http://www.bolsacba.com.ar/default.aspx?idZona=165>
- <http://www.facpce.org.ar/boletines/59/fideicomiso.htm>

**“SIMULACION CASO PRÁCTICO”**

**Simulación : Fideicomiso Financiero.**

**-Alternativa 1:** Solicitud de dinero a través del Banco. ( Tasa 18% anual)

**-Alternativa 2:** Fideicomiso Financiero Público.

**-Alternativa 3:** Fideicomiso Financiero Público.

En esta alternativa colocamos 2 series A y B, con diferentes intereses, para que el originante pueda "reservar" parte del negocio y/o ofrecer una tasa atractiva con alguna subordinación.

Tabla de Costos y Comisiones

Conceptos		u\$s	Pesos	u\$s
	Monto Programa	\$250.000	\$ 780.000	\$3,12
<b>Arancel CNV</b>		\$75	\$ 234	
	Aprobación programa	0,01%	\$ 78	
	Autorización c/serie	0,02%	\$ 156	
<b>Bolsa de Buenos Aires</b>		\$2.756	\$ 8.600	
	Derechos de Bolsa Estudio		\$ 4.300	
	Derechos de Bolsa Cotización		\$ 4.300	
<b>Publicidad</b>		\$2.000	\$ 6.240	
	Prospecto		\$ 3.120	
	Promoción		\$ 3.120	
<b>Comisiones</b>		\$22.563	\$ 75.270	
	Organizador	0,50%	\$625	\$ 3.900
	Colocadores	0,75%	\$938	\$ 5.850
	Fiduciario		\$21.000	\$ 65.520
<b>Honorarios</b>		\$19.000	\$ 28.080	
	Auditoria		\$3.000	\$ 9.360
	Legales		\$6.000	\$ 18.720
	Técnica		\$10.000	
<b>SGR o Calificadora (Costo estimado)</b>		1,0%	\$2.500	\$ 7.800
	Costos totales estimados		\$29.894	\$125.990
	Tasa colocacion estimada	7,0%		\$54.600
	<b>Costos e intereses</b>		\$29.894	\$180.590
	<b>Tasa real anual</b>	12,0%		

**Datos:**

- Se supone que el fideicomiso arroja un resultado del 40% de la inversión total.

	USD	Alt 1	Alt 2	Alt 3
<b>Necesidad de Fondos</b>	250.000	FinBanc	FFPúblico	FFPúblico
<b>Resultado Operado</b>	USD 100.000			
<b>Intereses y Gastos</b>		USD 45.000		
<b>Ints. Títulos de Deuda A</b>			USD 17.500	USD 8.750
<b>Ints. Títulos de Deuda B</b>				USD 22.500
<b>Gastos Fideicomiso</b>			USD 29.894	USD 29.894
<b>Resultado antes de Impuestos</b>		USD 55.000	USD 52.606	USD 38.856
<b>Impuesto a las Gan.</b>		USD 19.250	USD 18.412	USD 13.600
<b>Res. Cert. Participación</b>				USD 38.856
<b>Resultado para el Inversor</b>		USD 35.750	USD 34.194	USD 70.106
<b>Porcentajes</b>		14,30%	13,68%	28,04%

- Los Fideicomisos en la medida que *estén admitidos a la oferta pública* tienen sus resultados exentos del impuesto a las ganancias, en consecuencia esta situación tiene que tenerse en cuenta estratégicamente a la hora de establecer el financiamiento y las inversiones del operador y/o originante.
- Para obtener la exención debe abrirse la colocación a la suscripción pública y para ello debe pedirse autorización a la CNV y a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- Esto permite deducir como gasto del fideicomiso los intereses de los TD, mientras que para el inversor estos intereses resultan exentos. Teniendo en cuenta que la tasa de impuesto es del 35%, es muy significativo a la hora de tomar la decisión de financiamiento.

## APENDICE

### ANALISIS DE EVOLUCION: DESDE 2001-2006

## EL FINANCIAMIENTO EMPRESARIO A TRAVES DEL MERCADO DE CAPITALES ENTRE LOS AÑOS 2000 Y 2006

Entre el año 2000 y el primer semestre del año 2006, el financiamiento total obtenido a través del mercado de capitales doméstico totalizó U\$S 30,781.3 millones: U\$S 30,479.8 para empresas grandes y U\$S 301.4 destinado a financiar empresas PyME. El 51.8% fue obtenido luego de la crisis de fines de 2001.

Entre el año 2000 y el primer semestre de 2006, el financiamiento genuino totalizó U\$S 16,771 millones, correspondiendo U\$S 16,410 a empresas grandes y U\$S 300 millones a PyME. El monto emitido desde fines del año 2002 totalizó U\$S 6,352 millones. Durante el primer semestre de 2006, las empresas obtuvieron un financiamiento total por U\$S 2,551.4 millones, distribuido entre U\$S 2,456.7 millones para empresas grandes y U\$S 94.7 para empresas PyME. El financiamiento genuino para igual período fue de U\$S 1,448 para empresas grandes y U\$S 94.7 para PyME.

Para el período 2000 a 2006, el principal instrumento de financiamiento (excluyendo PyME), fueron las Obligaciones Negociables: representaron el 60.2% del financiamiento total y el 65% del financiamiento genuino. Desde el año 2002, y considerando el financiamiento genuino (excluyendo PyME), las ON permitieron canalizar recursos por U\$S 2,636 millones (41.5% del total).

Entre 2002 y 2006, los fideicomisos financieros fueron la principal herramienta de financiamiento genuino para empresas grandes: representaron el 46.4% del total de fondos obtenidos. En el año 2005 alcanzaron una participación del 68.3% en 2005. Entre enero y junio de 2006, los fideicomisos financieros permitieron a las empresas grandes, captar fondos por U\$S 1,011.3 millones, de los cuales U\$S 679.4 fueron genuinos.<sup>(1)</sup>

---

(1) [http://www.lamc.sba.com.ar/resumen\\_ejecutivo/](http://www.lamc.sba.com.ar/resumen_ejecutivo/) Julio 2006

La suscripción de acciones fue el tercer instrumento más empleado, con un total de U\$S 2,492.5 millones entre 2000 y 2006. El monto obtenido como financiamiento genuino fue de U\$S 783.7 millones entre 2000 y 2006. En cuanto a las motivaciones por las que se efectuaron las distintas suscripciones, se destacaron aquellas cuyo objeto eran procesos de reestructuración de deudas.

El financiamiento a PyME mostró un crecimiento remarcable: desde U\$S 7.5 millones en 2001, alcanzó a U\$S 142.7 millones en el año 2005. Durante el primer semestre de 2006 el financiamiento representa ya el 64% del total emitido en el año previo.

A pesar de haber sido implementado a fines de 2003, el principal instrumento de financiamiento a PyME entre 2000 y 2006 fue el cheque de pago diferido que significó el 49.4% del total (U\$S 148.8 millones).

Los recursos totales obtenidos por empresas PyME mediante el uso de fideicomisos financieros sumaron U\$S 142.7 millones desde 2001, de los cuales el 64.9% estuvo denominado en dólares. Este financiamiento tuvo cuatro destinos: actividades agrícolas, financiación de exportaciones, créditos comerciales y, créditos personales y de consumo. Entre el año 2001 y el primer semestre de 2006, 1,764 empresas PyME accedieron al financiamiento a través de los instrumentos disponibles en el mercado doméstico, destacándose que más de 1,000 lo hicieron mediante fideicomisos financieros y algo más de 700 a través de cheques de pago diferido.

En este sentido, las estadísticas parecerían dar cuenta de la relevancia de mecanismos alternativos de financiamiento que están mostrando una tendencia creciente en su uso.

Seguramente, ciertas características del escenario poscrisis podrían explicar el por qué de su constante crecimiento: el contexto económico e institucional, decisiones mayormente concentradas en el corto plazo, complejidad para efectuar un análisis del riesgo global de los potenciales emisores, políticas de dividendos no regulares, marcos jurídicos inestables, decisiones mayormente concentradas en el corto plazo, son algunos de los factores que podrían estar influyendo en el liderazgo de los fideicomisos financieros (emisiones fuera de la hoja de balance -off balance sheet-), las obligaciones negociables

(emisiones de deuda) o el descuento de cheques de pago diferido (de corto plazo y con posibilidad de ser avalados por una institución de garantía) respecto de la emisión de acciones.

Es importante destacar que este tipo de herramientas ha permitido incorporar al financiamiento bursátil a un segmento de empresas pymes que de otro modo no serían elegibles para la emisión de acciones. Para este perfil de empresas, los problemas de garantía o escala insuficientes pueden superarse utilizando la figura del fideicomiso financiero e incluyendo a las Sociedades de Garantía Recíproca como forma de mejoramiento de la calidad crediticia (credit enhancement).

### **El Financiamiento Total**

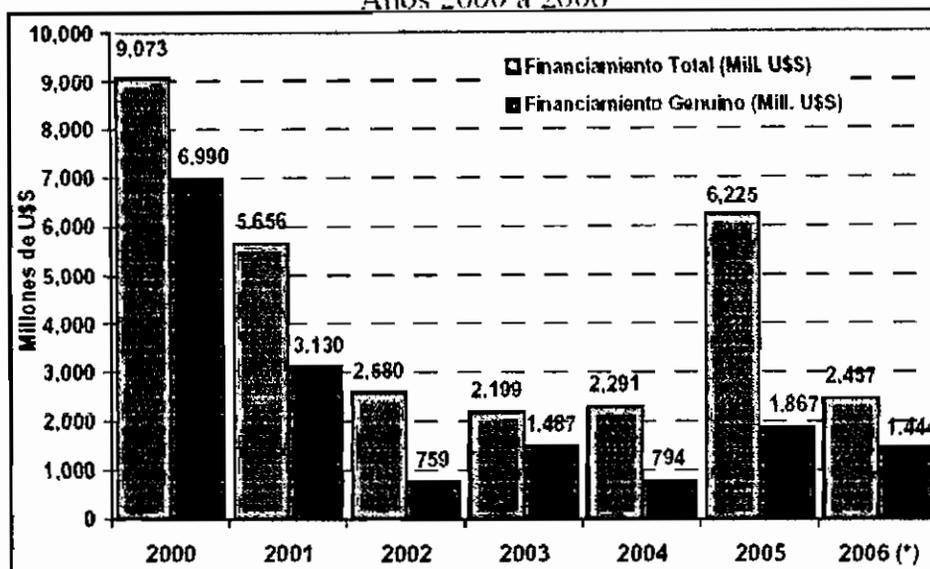
Entre el año 2000 y el primer semestre del año 2006, el financiamiento total obtenido a través del mercado de capitales doméstico, totalizó U\$S 30,479.8 millones, con un máximo de U\$S 9,072 millones en el año 2000. De este total, el 51.8% (U\$S 15,751.6 millones) fueron emitidos con posterioridad a la crisis de fines del año 2001.

En cuanto a los instrumentos utilizados para canalizar este financiamiento, las Obligaciones Negociables ("ON") fueron el instrumento más importante (en términos del monto), representando más del 50% del total en casi todos los años, con un pico de casi el 92% en el año 2002.

No obstante esta preponderancia de las ON como instrumento de financiamiento, resulta interesante mencionar la tendencia observada desde 2002: los fideicomisos financieros ("FF") han crecido en participación año tras año, llegando al 41.2% del total (U\$S 1,011.3 millones) entre enero y junio de 2006.

Con respecto a la suscripción de acciones, éstas fueron el tercer instrumento más empleado, registrando su máximo en el año 2005 con el 15.3% del total (U\$S 954.9 millones).

### Financiamiento Total a través del Mercado de Capitales Años 2000 a 2006



(\*) Al primer semestre

Fuente: elaboración propia con información de IAMC, BCBA y CNV.

Gráfico 1

(\*) Al primer semestre

Fuente: elaboración propia con información de IAMC, BCBA y CNV.

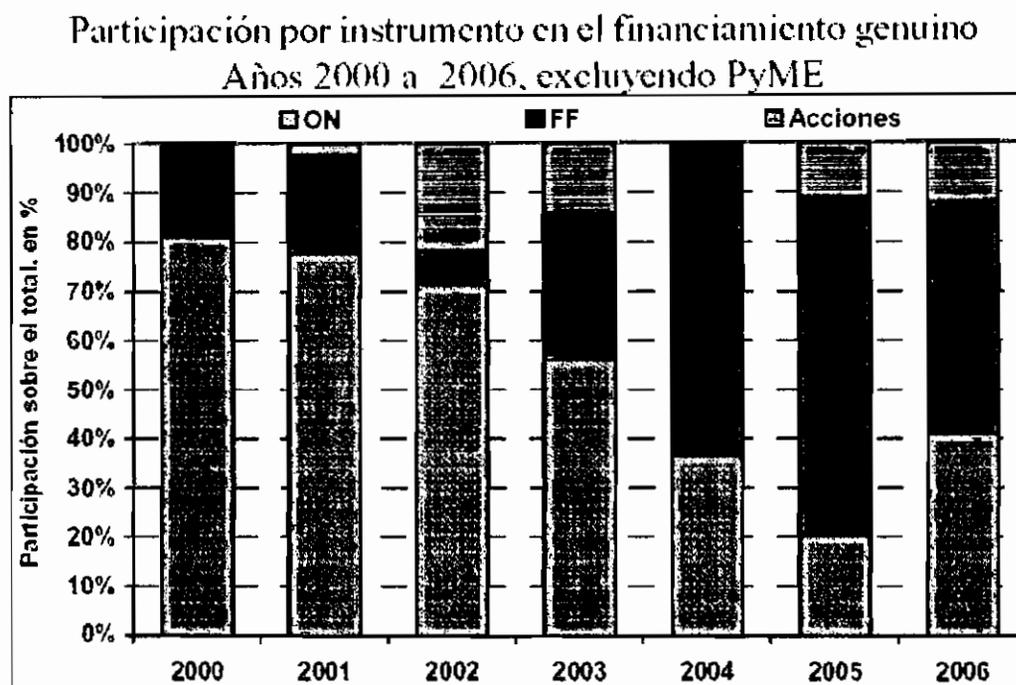
#### El Financiamiento "Genuino"

El análisis hasta aquí desarrollado, puede efectuarse considerando sólo aquellos recursos que: a) no se hayan originado en reestructuraciones de deuda (como en el caso de las ON); b) no hayan servido para proporcionar liquidez a instrumentos ya emitidos por el sector privado o el público (fideicomisos financieros de títulos públicos y privados) y, c) en el caso de las acciones, aquellas suscripciones que no se hayan destinado a recomponer el capital accionario, a capitalizar deudas, o que formen parte de procesos de reestructuración.

Es decir, computando lo que podríamos denominar "nuevo financiamiento" o "financiamiento genuino". Entre el año 2000 y el primer semestre de 2006, el monto de financiamiento genuino (excluyendo PyMEs) totalizó U\$S 16,471.6 millones, es decir el 54% del financiamiento total. Si el cómputo se efectúa desde el año 2002, el total del

financiamiento genuino alcanzó los U\$S 6,352.2 millones, o el 40.3% del financiamiento total del período.

Participación por instrumento en el financiamiento genuino  
Años 2000 a 2006, excluyendo PyME



Fuente: elaboración propia con información de BCBA y CNV.

Gráfico 2

En el primer semestre de 2006, las empresas obtuvieron financiamiento genuino por U\$S 1,443.8 millones, lo que significó el 59% del total del financiamiento, superando las participaciones del 35% y del 30% de los años 2004 y 2005, respectivamente.

De esta manera, el financiamiento genuino obtenido durante la primera mitad de 2006 representó el 77.3 % del financiamiento genuino del año 2005. Con respecto a los instrumentos utilizados, mientras que hasta 2003 el principal instrumento de financiamiento genuino fueron las ON

55% promedio del total), a partir del año 2004 el principal instrumento pasó a ser el fideicomiso financiero: representó el 63% en ese año y se incrementó hasta canalizar el 68.3% del financiamiento genuino en el 2005.

### **Análisis por Tipo de Instrumento utilizado**

#### **Obligaciones Negociables.**

Desde el año 2000, el total de los recursos obtenidos por las empresas (excluyendo PyME) mediante la emisión de ON fue de U\$S 18,377.7 millones. De este total, U\$S 10,287.2 fueron emitidos a partir del año 2002 (56% del total).

Durante el año 2006, la financiación mediante este instrumento sumó U\$S 1,270.5 millones, es decir un 35% de todo lo emitido en ON durante el año 2005.

Si se excluyen las ON emitidas bajo procesos de reestructuración, el financiamiento genuino del período 2000-2006 totalizó U\$S 10,726.6 millones, es decir un 65% del total.

Se destaca también el importante monto emitido durante el año 2002, explicado en un 77% por las reestructuraciones de deuda.

Financiamiento mediante ON. Años 2000 a 2006

Año	Montos Miles US\$			Genuino/ Total	Cant. de Emisiones	
	Total	Genuino	Reestruct.		Total	Genuina
2000	5.665.309	5.665.309		100%	82	82
2001	2.425.227	2.425.227		100%	47	47
2002	2.362.343	541.986	1.820.357	23%	26	14
2003	1.429.695	832.533	597.162	58%	32	18
2004	1.588.050	290.504	1.297.547	18%	25	9
2005	3.636.605	380.206	3.256.399	10%	38	13
2006	1.270.501	590.808	679.693	47%	16	2
<b>TOTAL</b>	<b>18.377.730</b>	<b>10.726.573</b>	<b>7.651.157</b>	<b>58%</b>	<b>266</b>	<b>185</b>

Fuente: elaboración propia con información de BCBA y CNV.

Tabla 1

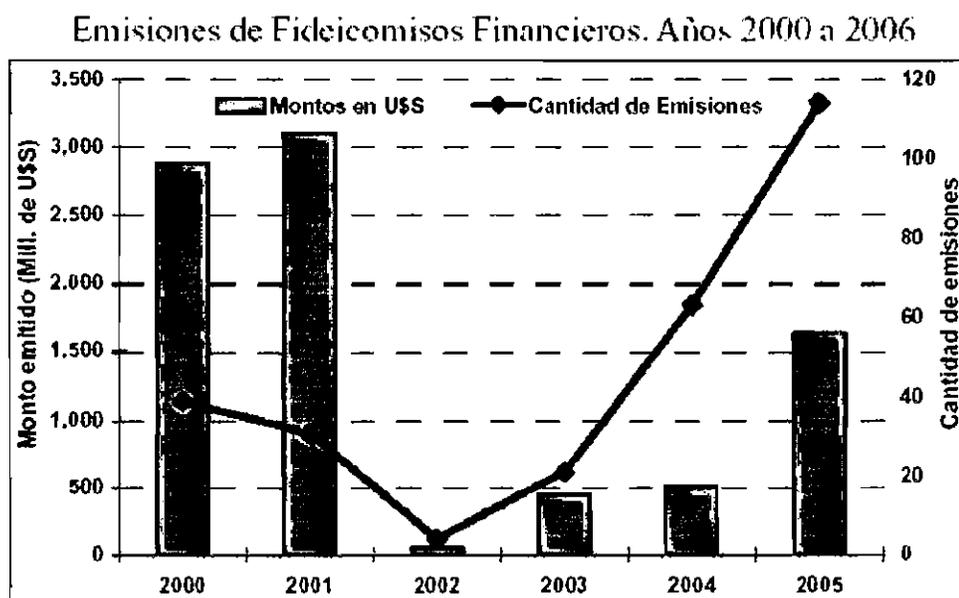
### Fideicomisos Financieros

Desde el año 2000 y hasta junio de 2006, se emitieron 342 fideicomisos financieros (excluyendo los de PyME) por un total de U\$S 9,609.6 millones, de los cuales U\$S 3,637.8 millones correspondieron al período 2002-2006 (272 emisiones). Si de estos totales se deducen los fideicomisos creados con el fin de dar liquidez a instrumentos emitidos previamente (como los fideicomisos de préstamos garantizados en 2004 y 2005, y los de bonos globales en 2000 y 2001), se obtiene el monto que puede ser considerado como financiamiento genuino: U\$S 4,827 millones, es decir un 50% del total (con 309 emisiones).

De este modo, se ve claramente la relevancia de los fideicomisos cuyos activos subyacentes fueron títulos públicos (y en menor medida títulos privados).

*Sin embargo, entre los años 2002 y 2006, el financiamiento genuino mediante FF sumó U\$S 2,948 millones, convirtiéndose en la principal fuente de financiamiento empresario (46.4% del financiamiento genuino desde 2002).*

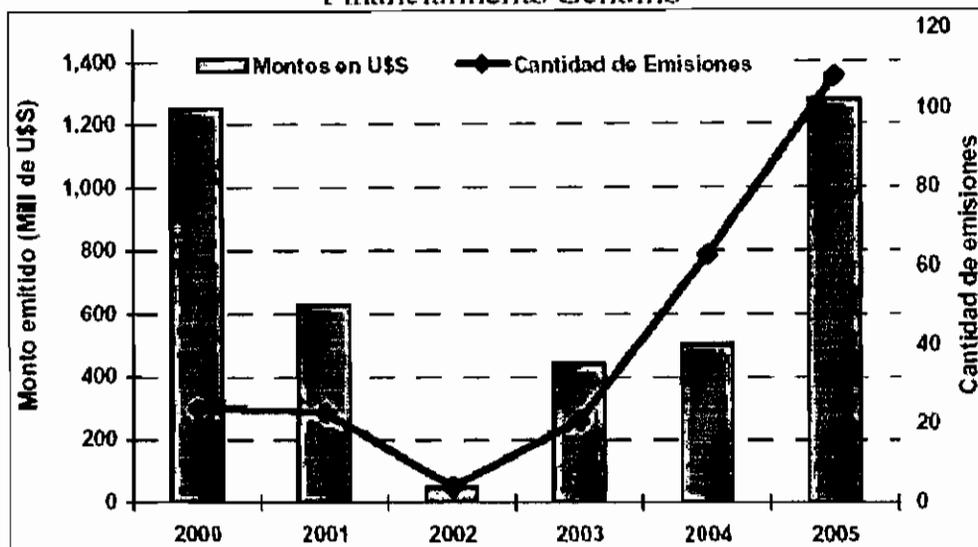
Entre enero y junio de 2006, el financiamiento genuino totalizó U\$S 679.4 millones (66 emisiones), y representó el 67% del total colocado mediante el empleo de este instrumento.



Fuente: elaboración propia con información de BCBA y CNV.

Gráfico 3

### Emisiones de Fideicomisos Financieros. Años 2000 a 2006 Financiamiento Genuino



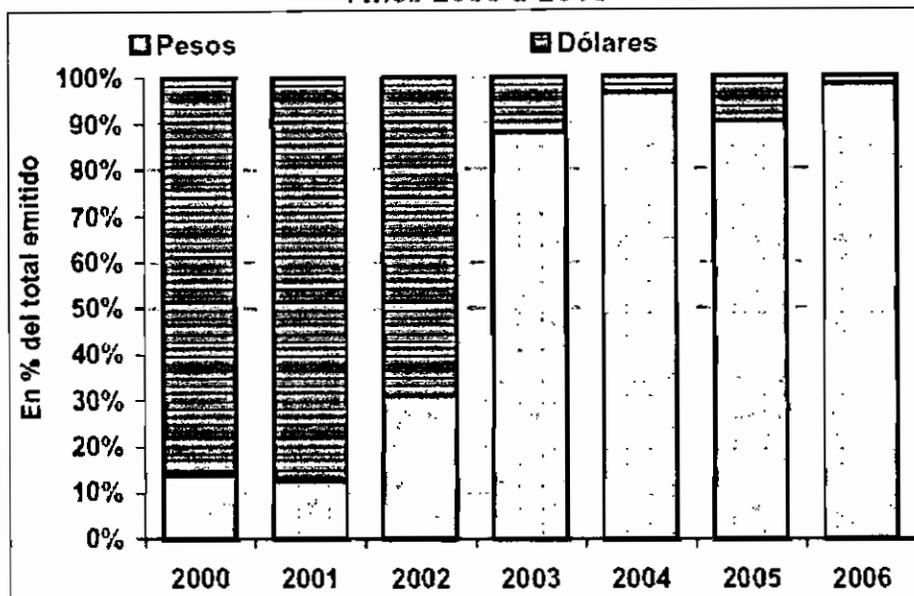
Fuente: elaboración propia con información de BCBA y CNV.

Gráfico 4

En términos del tipo de moneda, para el período 2000-2006, el 57% de lo emitido estuvo denominado en dólares, mientras que lo restante fue en pesos.

Sin embargo, este promedio no se condice con la evolución de la participación de los FF en pesos en los últimos años. Como ilustra el Gráfico 5, si bien en los años 2000 y 2001 el porcentaje de los denominados en pesos fue inferior al 15% del total, a partir de 2003 su participación fue siempre superior al 80%. En el primer semestre de 2006, el 98% del total emitido estuvo denominado en pesos.

Participación por tipo de moneda en el total de FF.  
Años 2000 a 2006



Fuente: elaboración propia con información de BCBA y CNV.

Gráfico 5

Respecto de los montos emitidos según el tipo de fideicomiso financiero o activo subyacente, y para el caso del financiamiento genuino, se distinguen cuatro participaciones destacadas. En primer lugar se encuentran los FF cuyo activo subyacente son préstamos personales o de consumo, los que representaron en promedio el 52% del total, superando el 67% durante el primer semestre del año 2006. En segundo lugar (y como una de las dos categorías con emisiones todos los años), se pueden mencionar los FF con cupones de tarjetas de crédito, que promediaron una participación del 13% entre 2000 y 2006, la que se eleva al 23% si el cálculo se efectúa desde desde 2002.

Participación por Tipo en el Financiamiento Genuino mediante Fideicomisos Financieros. Años 2000 a 2006.

Tipo de FF	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Agrícolas	-	-	17.7%	2.3%	0.8%	1.4%	1.5%
Créditos Comerciales	52.5%	2.4%	-	-	8.4%	14.3%	-
Créditos personales / Consumo	25.4%	61.7%	24.3%	74.9%	60.6%	50.9%	67.3%
Financiación Exports no PyMES	-	-	51.2%	7.9%	2.5%	-	-
Flujos futuros	0.6%	-	-	-	1.4%	-	1.0%
Inmobiliario Hipotecario	16.9%	25.5%	-	1.6%	6.8%	15.6%	3.3%
Leasing	-	-	-	3.4%	-	2.2%	3.5%
Tarjetas de Crédito	4.7%	10.4%	6.8%	9.9%	19.5%	15.7%	23.3%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>						

Fuente: elaboración propia con información de BCBA y CNV.

Tabla 2

**Suscripción de Acciones.**

Entre el año 2000 y el primer semestre de 2006 se efectuaron suscripciones de acciones por un total de U\$S 2,492.5 millones, cifra que representó el 8.2% del financiamiento total para este período. De este monto, el 73.3% fue colocado luego del año 2002, comprendiendo el 12.1% de todos los recursos genuinos captados por las empresas a partir de dicho año.

En términos de la cantidad de acciones ofrecidas en suscripción en relación con el monto colocado, la razón alcanzó al 82.3% para el período 2000-2006.

En total, se efectuaron un total de 33 suscripciones (cinco por año en promedio), de las cuales trece se emitieron con prima, mientras que sólo tres tuvieron su precio de suscripción denominado en dólares.

Entre los motivos manifestados por las sociedades para efectuar las suscripciones, éstos se pueden agrupar en cuatro grupos principales: Nuevo Financiamiento, Cancelación de Pasivos, Reestructuración de Deudas y Otros Motivos.

En términos de esta clasificación, la cantidad de emisiones destinadas a nuevo financiamiento fue de 11, y por un total de U\$S 783.7 millones (31.4% del total).

Adicionalmente, y como puede observarse en la Tabla 6, la emisión de acciones como parte de procesos de reestructuración de deudas fue el segundo motivo más importante entre los años 2000 y 2004 (U\$S 574.7 millones), mientras que en el año 2005 se destacó

la cuantía destinada a motivos tales como recomponer el capital social por resultados acumulados negativos y por capitalización de deudas (el grupo Otros Motivos).

Participación de los montos suscritos según motivo de la suscripción. Años 2000 a 2006.

Motivo de la Suscripción	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nuevo Financiamiento	1.4%	7.5%	100.0%	64.4%	1.3%	22.2%	99.2%
Cancelación de Pasivos	9.5%	72.8%	-	-	-	1.5%	-
Reestructuración	66.6%	13.8%	-	35.6%	37.2%	8.5%	-
Otros Motivos	20.5%	-	-	-	61.5%	67.9%	0.8%
TOTAL (Miles U\$S)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: elaboración propia con información de BCBA y CNV.

**Tabla 3**

El total suscrito durante el primer semestre del año 2006 totalizó U\$S 174.8 millones, correspondiendo casi la totalidad a la suscripción de BSUD (nuevo financiamiento), y en menor medida a la de PERK (recomposición del capital social).

### **Financiamiento a Empresas PyME**

Una categoría de especial importancia dentro del financiamiento es la relacionada con las Pequeñas y Medianas Empresas (PyME). Entre el año 2000 y el 2006, los fondos obtenidos por estas empresas sumaron U\$S 301.4 millones.

En este sentido, cabe destacar el crecimiento observado a partir del año 2002, cuando comenzaron a instrumentarse diferentes medidas para permitir un mayor acceso al crédito de estas empresas. Así, desde U\$S 7.56 millones en 2001, el financiamiento a PyMEs creció hasta U\$S 142.7 millones en el año 2005. Durante el primer semestre de 2006, este financiamiento alcanzó a U\$S 94.7 millones.

En cuanto al financiamiento genuino a PyMEs, entre los años 2000 y 2006, fue de U\$S 300 millones, siendo esta cifra el 99.5% del total de recursos captados por estas empresas.

Financiamiento Total a PyMEs. Años 2001 a 2006

Instrumento	Montos en miles U\$S						TOTAL
	en 2001	en 2002	en 2003	en 2004	en 2005	en 2006	
Obligaciones Negociables	1.250	3.750	1.404	400	1.078	600	8.482
Cheques de Pago Diferido			111	14.841	71.154	62.775	148.880
Fideicomisos Financieros	8.314	1.350	9.313	24.652	70.359	31.359	142.777
Valores de Corto Plazo		303	497	350	150		1.300
<b>TOTAL</b>	<b>7.564</b>	<b>5.403</b>	<b>11.325</b>	<b>39.643</b>	<b>142.741</b>	<b>94.764</b>	<b>301.439</b>

Fuente: elaboración propia con información de BCBA y CNV.

Tabla 4

Asimismo, cabe destacar que durante el primer semestre de 2006 se obtuvo financiamiento por algo más del 64% del total del año 2005, por lo que se podría marcar un nuevo récord para el financiamiento a PyMEs a través del mercado de capitales.

Con respecto a los instrumentos utilizados, puede observarse una clara diferencia antes y después del año 2004. Hasta ese año, el financiamiento a PyME consistió principalmente en obligaciones negociables (bajo el régimen ON PyME) y fideicomisos financieros, mientras que desde 2004, los CHPD se convirtieron en el principal instrumento, representando el 49.4% del total del financiamiento obtenido desde 2001.

Con relación a las ON, los fondos recibidos mediante este instrumento sumaron U\$S 8.5 millones para todo el período, mientras que lo genuino ascendió a U\$S 7 millones.

El total de empresas PyME que logró financiamiento fue de 7, con un promedio de 2 por año.

Finalmente, y para el caso de los fideicomisos financieros, los fondos captados durante el período considerado sumaron U\$S 142.7 millones, de los cuales el 69.4% estuvieron denominados en dólares. En cantidad de emisiones, hubo 49 fideicomisos para PyME, 24 de los cuales estuvieron denominados en dólares.

Este financiamiento tuvo cuatro destinos: actividades agrícolas (U\$S 12.5 millones), **financiación de exportaciones** (U\$S 79.2 millones), Créditos Comerciales (U\$S 3.15 millones) y Créditos Personales y de Consumo (U\$S 45 millones). Asimismo, este instrumento permitió canalizar recursos a un total de 1050 PyME desde el año 2001.

**Cheques de Pago Diferido**

Los cheques de pago diferido (CHPD) han sido un instrumento clave como medio de financiamiento de empresas PyME a través del mercado de capitales. En este sentido, resulta necesario efectuar algunas consideraciones preliminares importantes.

En particular, debe tenerse en cuenta que no todo el volumen negociado en CHPD puede ser considerado como financiamiento, ya que los CHPD pueden ser negociados más de una vez. Sólo la primera negociación puede considerarse como financiamiento genuino.

A partir de la información disponible, se estableció que para el total de CHPD negociados desde diciembre de 2003, sólo el 2.5% fueron negociados más de una vez.

De este modo, la utilización de los volúmenes negociados como variable representativa del financiamiento a empresas, resulta una buena aproximación.

Como se mencionó anteriormente, las primeras negociaciones de (CHPD) se realizaron en diciembre de 2003: 13 cheques avalados por un monto total de U\$S 111,000. A partir del 2004, se observó una evolución creciente, tanto en los montos como en la cantidad de cheques negociados.

En la Tabla 8 a continuación, pueden observarse los totales negociados por tipo de CHPD:

Montos Negociados de CHPD, en miles de U\$S

Año	Total	Avalados	%	Patroc.	%
2003	111	111	100%	-	-
2004	14,841	4,534	30.5%	10,307	69.5%
2005	71,154	50,310	70.7%	20,844	29.3%
2006 (*)	62,775	49,398	78.7%	13,377	21.3%
<b>TOTAL</b>	<b>148,880</b>	<b>104,353</b>		<b>44,528</b>	

Fuente: elaboración propia con información de IAMC y BCBA.

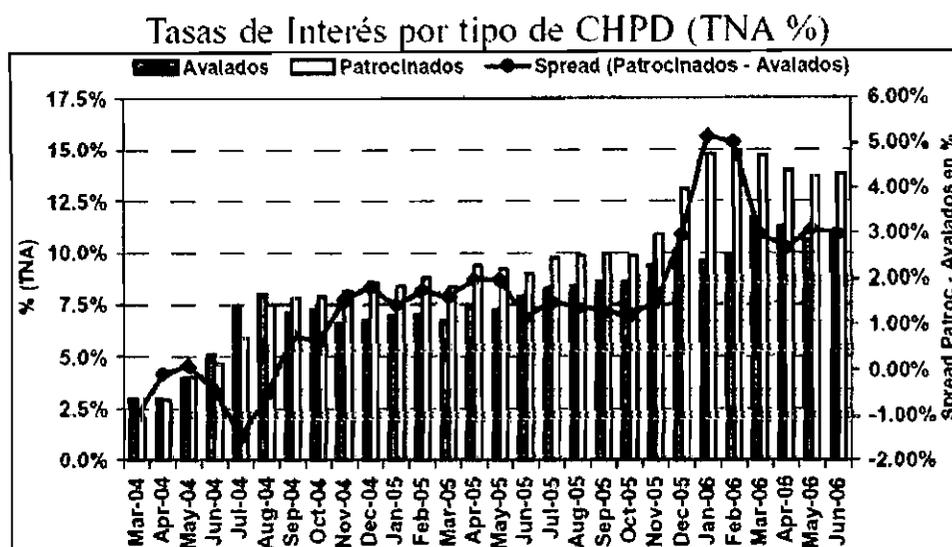
Tabla 5

Esta tendencia también se observó en el número de empresas Avalistas y Patrocinadas que negociaron sus CHPD. En 2004, fueron 71 (19 Avalistas y 52 Patrocinadas), aumentando a 220 en 2005 (con 70 Avalistas).

En cuanto a las cantidades de cheques negociados, se observa una evolución similar al volumen efectivo.

Durante el 2004 se negociaron 1,398 cheques, aumentando esta cantidad a 8,002 durante el 2005 (+472%), siendo nuevamente el segmento Avalado el que mostró el mayor crecimiento. Mientras que la cantidad de cheques Avalados creció 625% entre 2004 y 2005, los Patrocinados subieron un 230% para el mismo período. En el primer semestre del 2006, se negociaron 7,456 CHPD (93% del total negociado en 2005).

En cuanto a la tasa promedio mensual, tanto los CHPD Avalados como los Patrocinados incrementaron sus tasas de descuento a lo largo del 2005 con respecto al 2004, como así también durante el primer semestre del año. El Gráfico 7, a continuación, describe la evolución de las tasas promedio por tipo de CHPD y el spread entre las mismas.



Fuente: elaboración propia con información de IAMC y BCBA.

Gráfico 6

Con respecto al plazo de los CHPD, entre 2004 y 2005 se observa que, tanto para los Avalados como para los Patrocinados, la participación en la cantidad total negociada de cheques de más de 120 días de plazo se incrementó, junto con una reducción de la participación de los CHPD de hasta 60 días.

También se observa que durante el primer semestre de 2006, y en comparación con el año 2004, bajó la participación de los CHPD Avalados de hasta 60 días, mientras que casi se duplicó la de los de más de 120 días tanto para Avalados como para Patrocinados.

Participación en la cantidad de CHPD negociados, por plazo

Plazo (días)	Avalados			Patrocinados		
	2006	2005	2004	2006	2005	2004
≤ 60	40.1%	42.3%	49.4%	28.5%	24.2%	37.8%
60 a 90	15.6%	15.2%	20.6%	40.8%	41.1%	45.7%
90 a 120	13.8%	13.3%	13.4%	17.1%	16.2%	8.3%
120 a 180	18.5%	19.2%	9.9%	12.1%	16.6%	6.7%
> 180	12.0%	10.1%	6.6%	1.4%	1.8%	1.5%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: elaboración propia con información de IAMC y BCBA.

**Tabla 6**

**BIBLIOGRAFIA ESPECIFICA**

[http: www.iamc.sba.com.ar/resumen ejecutivo/ julio 2006](http://www.iamc.sba.com.ar/resumen_ejecutivo/)

**Bibliografía :**

- Ares, Carlos, Argentina entró en suspensión de pagos desde que se quedó sin crédito. Entrevista a Rodolfo Terragno, senador de la Alianza gobernante. Diario El País,
- Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE), Ministerio de Economía de la República Argentina. ¿Qué es un Fideicomiso?. <http://www.bice.com.ar>.
- Banco Interamericano de Desarrollo. Financiamiento de exportaciones con recursos del Fondo de Fideicomiso de Venezuela. OP-702-1. <http://www.iadb.org>.
- Bonaire Group (Consultora Integral en Comercio Exterior), <http://www.bonaire.com>. Caería el volumen de exportaciones en Argentina; "Hay que evitar ser Brasil". Artículo del Diario Infobae, Argentina. <http://www.infobae.com>. 28.08.02.
- Bonaire Group (Consultora Integral en Comercio Exterior), <http://www.bonaire.com>. Fideicomiso para financiar la producción de soja. Artículo del Diario La Voz del Interior, Argentina. <http://www.lavozdelinterior.com.ar>. 23.10.02.
- Brunatti, Alberto J., Opinión: Reconstituir con ingenio el crédito. Sección: Economía. Diario La Nación, Argentina. [http://www.lanacion.com.ar/02/05/25/de\\_399509.asp](http://www.lanacion.com.ar/02/05/25/de_399509.asp). 25/05/2002.
- Califano, Sandra, Para Pyme que quieren crecer: Socio con financiamiento propio, se ofrece. Inverpyme dispone de un fondo fiduciario para empresas nacionales con un buen plan de negocios. Sección: Comercio Exterior. Diario La Nación, Argentina. <http://www.lanacion.com.ar/suples/ccioext/0222/P17.HTM>. 28.05.02.
- Diario CityEconomika.com, Llach: el financiamiento es más importante para un boom exportador. <http://www.cityeconomika.com>. 28.08.2002.
- Di Tullido, José, **Revista de Derecho Privado y Comunitario**; Buenos Aires, Rubinzal editorial,2001.
- Fernandez Raymundo, **Derecho empresarial actual, Cuademo de la Universidad Austral N° 1**; Buenos Aires, Depalma editorial, 1996.
- Ferrarese, Laura, Posibilidades: mientras el acuerdo con los organismos multilaterales se aleja, siete economista analizan cómo sería vivir sin el Fondo. Diario La Nación, Argentina. [http://www.lanacion.com.ar/02/09/22/de\\_433782.asp](http://www.lanacion.com.ar/02/09/22/de_433782.asp). 22.09.02
- Galli, Emiliano, Financiamiento: alternativas para Pyme. Nace el nuevo crédito. Sección: Comercio Exterior. Diario La Nación, Argentina. <http://www.lanacion.com.ar/suples/ccioext/0235/P01.HTM>. 27.08.02.
- Lechardoy, Mariano y Colombet, Horacio, El Fideicomiso: Una herramienta flexible y útil para el sector agroalimentario. SAGPyA. Enero de 2001.

- Marti Garro, Lucila, Jomadas de análisis para las Pyme de la Construcción: La falta de financiamiento también las afecta directamente. Sección: Comercio Exterior. Diario La Nación, Argentina. <http://www.lanacion.com.ar/suples/ccioext/0235/P10.HTM>. 27.08.02.
- Marti Garro, Lucila, Un sueño que se hizo carne: los exportadores salen a recuperar clientes, Sección: Comercio Exterior. Diario La Nación, Argentina. <http://www.lanacion.com.ar/suples/ccioext/0213/P14.HTM>. 26.03.2002.
- Ministerio de la Producción de la República Argentina, Reporte: 4 meses de gestión (al 29 de abril de 2002), 2002.
- Nota, Duhalde no respondió a la invitación de la Rural. Sección: Economía. Diario La Nación, Argentina. [http://www.lanacion.com.ar/02/08/03/de\\_419401.asp](http://www.lanacion.com.ar/02/08/03/de_419401.asp). 03.08.02.
- Nota, Algunas alternativas: La otra cara de la ruptura del sistema financiero lleva a divisar un horizonte dominado por la incertidumbre, con escasas posibilidades de inserción para las empresas más chicas dispuestas a comenzar a exportar. Sección: Nota, Anuncio del ministro Roberto Lavagna: Financiarían exportaciones con fondos por US\$ 200 millones. Economía prometió eliminar trabas para que se puedan formar fideicomisos. Sección: Economía. Diario La Nación, Argentina. [http://www.lanacion.com.ar/02/09/13/de\\_431195.asp](http://www.lanacion.com.ar/02/09/13/de_431195.asp). 13.09.02.
- Nota, El BICE financiará la producción regional. Sección: Economía. Diario La Nación. Argentina. [http://www.lanacion.com.ar/02/07/10/de\\_412469.asp](http://www.lanacion.com.ar/02/07/10/de_412469.asp). 10.07.02
- Nota, Estudian un fideicomiso para Pyme. Sección: Economía. Diario La Nación, Argentina. [http://www.lanacion.com.ar/02/02/11/de\\_373186.asp](http://www.lanacion.com.ar/02/02/11/de_373186.asp). 11.02.02.
- Nota, Los economistas creen que hace falta una estrategia exportadora: Piden bajar aranceles y fijar un régimen cambiario estable. Sección: Economía. Diario La Nación, Argentina. [http://www.lanacion.com.ar/02/09/26/de\\_434865.asp](http://www.lanacion.com.ar/02/09/26/de_434865.asp). 26.09.02.
- Nota, Propuesta del Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE): Lanzan un fideicomiso destinado a financiar exportaciones cármicas. Sección: Comercio Exterior. Diario La Nación, Argentina. <http://www.lanacion.com.ar/suples/ccioext/0213/P08.HTM>. 26.03.02.
- Rebossio, Alejandro, Nuevo ministro de la Producción: asumió el ex secretario general de la Presidencia, Sección: Economía. Diario La Nación, Argentina. [http://www.lanacion.com.ar/02/10/05/de\\_437878.asp](http://www.lanacion.com.ar/02/10/05/de_437878.asp). 05.10.02.
- Rebossio, Alejandro, Plan exportador para incrementar el comercio: Los empresarios piden que se modifique el control de cambios. Diario La Nación, Argentina. [http://www.lanacion.com.ar/02/10/09/de\\_439020.asp](http://www.lanacion.com.ar/02/10/09/de_439020.asp). 09.10.02.

- Seoane, María y Luzzani, Telma, Argentina tiene que producir y exportar. Entrevista al premio Nobel de Economía 2001: Joseph Stiglitz. Suplemento Zona. Diario Clarín, Argentina. <http://www.clarin.com/suplementos/zona/2002/06/30/z-00215.htm>. 30.06.2002.
- Soler, Osvaldo H.; Camica, Enrique; Nieto Blanc, Ernesto y Moreno Gurrea, José, Fideicomiso. Buenos Aires, Argentina. Febrero de 2000. <http://www.soler.com.ar/general/inftec/2000/otros/fideic/fidei.htm>.
- Uría, Leandro, Análisis: qué necesitan las ventas externas para crecer. Sección: Comercio Exterior. Diario La Nación, Argentina. [http://www.lanacion.com.ar/suples/ccioext/0242/dy\\_439922.asp](http://www.lanacion.com.ar/suples/ccioext/0242/dy_439922.asp). 15.10.02.
- Uría, Leandro, Una estrategia para que vuelva el crédito. Sección: Comercio Exterior. Diario La Nación, Argentina. <http://www.lanacion.com.ar/suples/ccioext/0235/P02.HTM>. 27.08.02.
- Vega, Eleonora, El financiamiento existe. Diario CityEconomika.com, <http://www.cityeconomika.com>. 11.09.2002. Argentina.