

FORMAS PARA GENERAR CAPITAL DE TRABAJO

Financiamiento de Pymes

César Albornoz

Gustavo Tapia

Universidad de Buenos Aires

Para comentarios: E-mail: calbornoz@cponline.org.ar
 gtapia@machoyasociados.com.ar

I. Nuestra propuesta a partir de las finanzas

Somos conscientes de los problemas estructurales que tienen las pequeñas y medianas empresas para mantenerse, y si es posible desarrollarse en la Argentina. Si bien una de las características generales de esta tipología de empresas está en relación con la versatilidad y adaptación a cambiantes ámbitos situacionales, en los cuales los procesos de innovación y la atención profesionalizada a los clientes son básicos, es frecuente que tengan ciclos cortos de vida económica con altas tasas de mortalidad. Sin embargo, las tasas de natalidad también son muy altas, lo que garantiza de alguna manera la continuidad de estas Organizaciones y también motiva nuestra creciente preocupación por el tema.

Las Pymes, al igual que otras categorías de empresas, tienen problemas de diversa índole: comerciales, tecnológicos, financieros, aunque en ellas es destacable la existencia de problemas estructurales que impiden soluciones sostenibles y permiten a lo sumo la supervivencia.

También en estas empresas a menudo se hacen presentes conflictos familiares que se manifiestan tanto en el ejercicio de las principales funciones como en los cambios generacionales, e inciden en los nuevos liderazgos y manejo de la Organización.

Por otra parte, y en común con el espíritu empresarial, las operaciones que ejecutan las empresas están sujetas a riesgo, razón por la cual existe la posibilidad de que los resultados previstos difieran de los acontecidos. Se trata de un riesgo operativo que debe soportar el empresario y que disminuirá en la medida en que sea más coincidente su percepción con la realidad objetiva, como también si arma una mezcla óptima de factores (equipamiento, materias primas / materiales, mano de obra, capacidad, etc.) conectados e integrados en busca de mejorar su situación precedente. Está implícito en el factor capacidad, la adaptación y cambio a nuevas situaciones y se hace explícita en la elaboración, formulación y diseño de estrategias.

Creemos que es necesario aunar esfuerzos y para ello debemos trabajar con un enfoque sistémico, sin perjuicio de lo positivo que será analizar los instrumentos o mecanismos individuales. Actualmente, sigue vigente la preocupación para resolver las cuestiones estructurales mencionadas pero desde ámbitos distintos que trabajan aisladamente y que lamentablemente no han logrado los resultados esperados. La creatividad es fundamental para romper las obsoletas estructuras y para posibilitar el alcance de los objetivos enunciados por las empresas. La experiencia de otros países para solucionar los problemas de Pymes, como EUA, México, Italia, España,

etc. contiene grandes dosis de creatividad y un trabajo integrado entre distintos actores que directa o indirectamente se favorecen con la perdurabilidad de las empresas Pymes.

Resulta evidente que en Argentina, existen leyes y otras normas (perfectibles por supuesto), e instrumentos de avanzada en materia financiera por ejemplo, pero se carece de una conducción funcional como la de un Instituto de Reconversión de Empresas, ó de Generación de Capital de Trabajo. La finalidad de estas Organizaciones se exterioriza en las nuevas propuestas y en el contacto entre distintos sectores y empresas, facilitando la puesta en marcha de inversiones, el financiamiento genuino y la participación en nuevos mercados externos de forma permanente.

En materia financiera, que es el tema que nos convoca, hay algunos importantes instrumentos y / o medios como el Fideicomiso, la Titulización y las Sociedades de Garantía Recíproca que son aptos como punto de partida hacia una gestión de éxito. Así es, que utilizando estos instrumentos en procesos que hemos pensado y que luego se explicarán con mayor detalle, podremos generar (crear) el capital de trabajo que las empresas necesitan para operar y el financiamiento de proyectos de inversión de mediano y largo plazo.

No son muchas las modificaciones jurídicas que habría que realizar para perfeccionar los esquemas que se mostrarán en el punto III), pero son de una magnitud tal que posibilitarían un rápido crecimiento, alineado a un desarrollo económico que se propicia. Los nuevos mecanismos para la Generación de Capital de Trabajo y el Financiamiento de Proyectos de Inversión requieren fundamentalmente de un cambio de actitud y del respeto ulterior de las reglas de juego.

Desde el punto de vista profesional, es menester, calificar a las empresas Pymes evaluando las potencialidades individuales y también las posibles sinergias en los casos de actuación conjunta. También la práctica profesional en materia económica-financiera es necesaria para controlar el cumplimiento de los procesos y grado de satisfacción obtenida (tiempo, calidad, precios, etc.).

A continuación, y a modo preliminar mencionaremos algunas características que tienen los instrumentos / medios: Fideicomiso, Titulización, Sociedades de Garantía Recíprocas que facilitarán luego la comprensión de los casos enunciados.

II. Características de los instrumentos financieros

1. Fideicomiso y Titulización

Definición de Fideicomiso

El fideicomiso es un contrato por el cual una persona llamada fiduciante, transmite la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra llamada fiduciario, quien los afecta a un fin lícito determinado para obtener un resultado en beneficio de los beneficiarios y los transmite al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario.

Fiduciante o fideicomitente o constituyente es quién transmite los bienes en fideicomiso y estipula las condiciones del contrato; Fiduciario: es quién los recibe en carácter de propiedad fiduciaria con obligación de darle a los bienes el destino previsto en el contrato; Beneficiario: es quien recibe los beneficios de la administración fiduciaria; Fideicomisario: es el destinatario final de los bienes cumplido el plazo o condición estipulada en el contrato. En general beneficiario y fideicomisario son la misma persona.

Algunas Clases de fideicomiso no financiero

- 1) Fideicomiso de garantía: Puede reemplazar, con ventajas, a la hipoteca y a la prenda función de garantía de una deuda. Para ello el fiduciante transfiere un bien (una cosa inmueble o mueble) en propiedad fiduciaria, garantizando una obligación que mantiene a favor de un tercero, con instrucciones de que, no pagada la misma a su vencimiento, el fiduciario procederá a disponer la cosa y con su producido neto desinteresarse al acreedor y el re-

manente líquido que restare, lo reintegre al fiduciante. En el respectivo contrato de fideicomiso se adoptarán todas las previsiones necesarias, incluyendo sobre la forma de acreditar la mora del fiduciante deudor para con su acreedor, beneficiario de la garantía. Se aprecia que de ese modo se evitan los trámites de ejecución judicial, con la rapidez y economía que ello supone, no olvidando que el bien fideicomitado queda fuera de la acción de los otros acreedores del fiduciante y de los que lo sean del fiduciario, dado que constituye un patrimonio separado. Por otra parte, queda fuera también del concurso de cualquiera de ellos (fiduciante y fiduciario), evitándose todo trámite de verificación (salvo la acción de fraude que se hubiere cometido respecto de los acreedores del fiduciante).

- 2) Fideicomiso de seguros: Las buenas intenciones del jefe de familia que contrata un seguro de vida para que el día que fallezca, su esposa e hijos reciban una suma importante que les permita una digna subsistencia, pueden malograrse si ocurrido el siniestro los beneficiarios de la indemnización que abone la Compañía aseguradora, administran mal lo recibido y en poco tiempo consuman el importe cobrado. Es una preocupación que nunca descarta quien contrata tal seguro, la que puede soslayarse por la vía de un fideicomiso debidamente constituido. El asegurado nombra como beneficiario a un banco u otra entidad financiera de su confianza, y contemporáneamente celebra con el mismo un contrato de fideicomiso, designándolo fiduciario del importe a percibir de la aseguradora, fijando su plazo y especificando todas las condiciones a las que debe ajustarse aquél en cumplimiento de los fines instruidos (inversiones a efectuar, beneficiarios de las rentas, destino final de los bienes, etc.). Se trata de una variedad de fideicomiso que puede ser de suma utilidad, y con provecho para las entidades fiduciarias por las comisiones u otros ingresos que por su gestión convengan y perciban.
- 3) Fideicomisos inmobiliarios: Su amplitud puede ser, también, muy variada. Será muy útil utilizarlo en la ejecución de proyectos inmobiliarios que requieren la presencia de varias partes con intereses contrapuestos, cuya armonización y recíproca seguridad hace necesaria la presencia de una entidad que ofrezca una garantía suficiente a quienes participen de la operación. El banco u otra entidad financiera interviniente, en calidad de fiduciario, puede ser el punto de equilibrio entre las partes, que confiera la imprescindible confianza entre todas ellas. Póngase como ejemplo la construcción de un edificio con unidades a distribuir entre quienes resulten adjudicatarios bajo el régimen de la propiedad horizontal. Confluyen en el negocio intereses diversos, en conexión recíproca, como entidades que concedan créditos, constructores y arquitectos que realicen los trabajos, ingenieros y calculistas, entidades municipales que deban conceder los permisos y autorizaciones que correspondan, entidades de control ambiental, el o los propietarios del terreno donde se hará la construcción, escribanos que proyecten y otorguen oportunamente los instrumentos legales pertinentes, y su inscripción en los registros de ley, etc. La presencia de todos estos interesados logra conciliarse con ventaja, cuando una entidad financiera especializada ejerce la titularidad del inmueble, como propiedad fiduciaria y ofrece plena seguridad de que el negocio se desarrollará con respeto de todos los intereses involucrados y según lo convenido.
- 4) Fideicomiso de administración con control judicial: Este tipo de fideicomiso se establece para las asociaciones civiles con personería jurídica, dedicadas a la actividad deportiva de cualquier índole, que en casos de quiebras decretadas o concursos preventivos, se constituya un fideicomiso de administración a cargo de un órgano fiduciario con el fin de administrar dichas entidades. Este órgano fiduciario, que se supone experto en crisis concursales, se compone de un contador, un abogado y un experto deportivo, quienes trabajan en forma conjunta y quienes a su vez son controlados por un juez. El fin de este

órgano fiduciario es que tres expertos en distintas áreas unan sus esfuerzos a fin de solucionar la crisis por la que atraviesa la entidad y mantener la continuidad de la misma, además de establecer las causas que la llevaron a la quiebra. Una de las actividades encargadas a este órgano es la consolidación del pasivo sobre el cual una vez determinado se emitirán certificados representativos, nominativos y endosables a los acreedores. Las bases sobre las que se apoya la normativa legal son el deporte como derecho social, el generar ingresos genuinos a fin de poder sanear el pasivo y garantizar a los acreedores el cobro de sus créditos y superando el estado de insolvencia garantizar la continuidad de la institución.

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

Fideicomiso Financiero

Es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero y beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos".

En el marco de la ley 24.441 el fideicomiso financiero es tratado como una especie del género fideicomiso, estableciendo que le son de aplicación las reglas generales previstas en la misma ley ("sujeto a las reglas precedentes"). El fideicomiso financiero, entonces, se encuentra sujeto a todas las reglas aplicables al fideicomiso general con las modificaciones específicas que se establecen a su respecto.

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

Es necesario considerar en este contrato lo siguiente:

- ✓ La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, deberá constar la descripción de los requisitos y características que deberán reunir los bienes.
- ✓ La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.
- ✓ El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta (30) años desde su constitución.

- ✓ El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso.
- ✓ Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare.
- ✓ La individualización del o de los fiduciantes, fiduciarios y fideicomisarios, si los hubiere.
- ✓ La identificación del fideicomiso.
- ✓ El procedimiento de liquidación de los bienes, frente a la insuficiencia de los mismos para afrontar el cumplimiento de los fines del fideicomiso.
- ✓ La rendición de cuentas del fiduciario a los beneficiarios.
- ✓ La remuneración del fiduciario.
- ✓ Los términos y las condiciones de emisión de los certificados de participación y / o los títulos representativos de deuda.
- ✓ Las denominadas condiciones de emisión son el producto de la voluntad unilateral del emisor de los títulos valores, aceptadas por adhesión por el adquirente originario de los títulos valores. La ley 24.441 no reglamenta el contenido de las condiciones de emisión, las que quedan sujetas a la libre voluntad del emisor, sin perjuicio de las facultades de la Comisión Nacional de Valores.

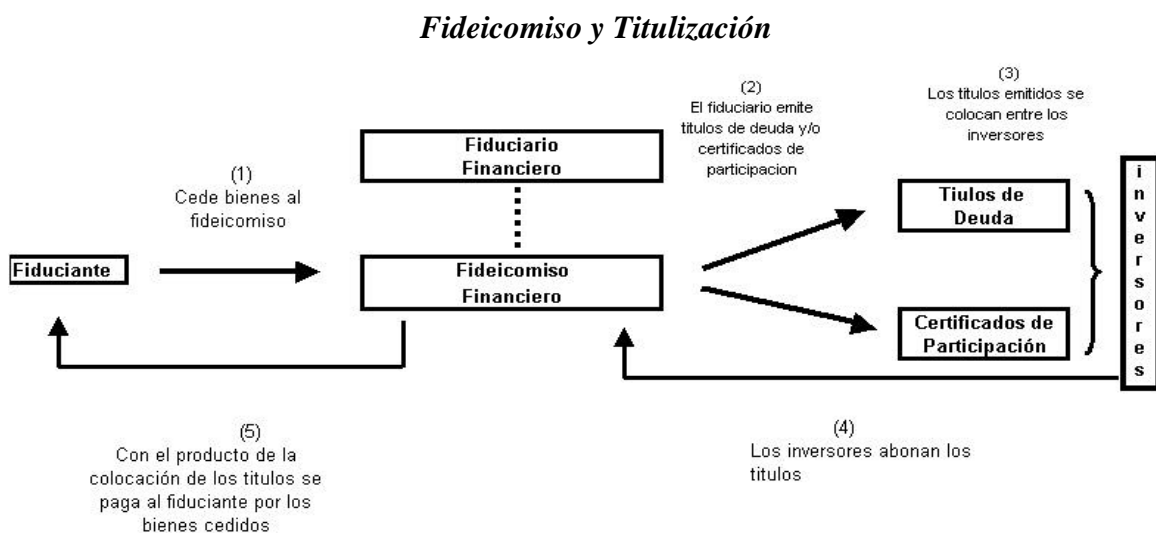
La titulización

La titulización o securitización de un activo es la emisión de títulos cuyo cobro tiene como respaldo el flujo de fondos de dichos activos. El término security proviene del inglés y significa papel negociable en el mercado. De esta manera se procura dotar de liquidez en un mercado secundario reemplazando la relación biunívoca banco–cliente.

En década del '70 en Estados Unidos bajo un contexto de altas tasas de interés provocada por la presión inflacionaria y por la necesidad de las entidades financieras de reducir los costos de fondeo surgieron los primeros préstamos que se transformaron en instrumentos negociables.

La titulización es un procedimiento estrechamente vinculado al contrato de Fideicomiso Financiero en el cual se emiten títulos de deuda o certificados de participación. Sin la pretensión de tratar completamente el importante tema de fideicomiso financiero mencionaré algunas importantes pautas que servirán luego para justipreciar los procesos de securitización.

En este contrato participa una parte llamada fiduciante que transmite la propiedad fiduciaria de bienes determinados, a otra llamada fiduciario, quien los afecta a un fin lícito determinado para obtener un resultado en beneficio de los beneficiarios y los transmite al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario. Cómo vemos sea por el tipo de transmisión de los bienes como también por las condicionalidades posibles se trata de un contrato que requiere especificaciones precisas en cuanto a la administración y disposición de los actos que involucra.



Atendiendo a algunos *aspectos jurídicos* el fiduciario tiene una potestad limitada sobre los bienes que conforman el patrimonio del fideicomiso dado que además de las regulaciones legales, deber priorizar la voluntad del constituyente y los derechos de los beneficiarios. Por ende, el fideicomiso reúne dos negocios distintos (transmisión real con uso condicionado), siendo apto para dotar de mayor seguridad jurídica a un negocio. Considerando que el patrimonio es de afectación a fines específicos e inembargable respecto del patrimonio del fiduciante y del fiduciario se abre la posibilidad de la securitización, pudiendo también el fiduciario otorgar garantías adicionales con otros bienes distintos del patrimonio fiduciario.

Desde un *punto de vista financiero* es destacable mencionar que cuando las empresas disponen de cierto tipo 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.

Así, el fideicomiso financiero y la securitización se transforman en un instrumento para obtener capital de trabajo sin mayor endeudamiento. También constituyen una importante fuente de financiación de proyectos de inversión y refinanciación de pasivos. La baja en el costo de endeudamiento se explica fundamentalmente por el descenso del riesgo de no pago y las garantías operacionales. Adicionalmente, 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 por lo tanto obtener cierto nivel de liquidez comprando y vendiendo estos activos financieros en el mercado secundario.

Desde lo comercial hay una mayor transparencia del negocio por el mayor control fiduciario y se fortalecen los acuerdos societarios. No es menos importante la administración profesional y el gerenciamiento de cada fideicomiso considerando los distintos tipos de riesgos operativos de cada negocio y el perfil de los inversores.

Estructuras usuales de securitización

Existen distintas modalidades del procedimiento de transformación de activos en activos securitizables que se mencionan a continuación en función de quién emite los títulos y quién / qué garantiza la operación principal:

- 1) *Pass Through*: Consiste en la venta, cesión o endoso de activos del acreedor original (fiduciante, originador) a un ente jurídico llamado vehículo (trustee, fondo común de inversión cerrado, sociedad exclusiva), quien emite los títulos valores a ser colocados entre los inversores. En este caso el originador desplaza los bienes de su balance y la deuda emitida no forma parte de su pasivo. El originante conserva la administración de la cartera o activos.
- 2) *Asset Backed Bonds*: En este caso los bienes que respaldan la securitización quedan en el patrimonio del originante; en tanto que los títulos emitidos forman parte de su pasivo. El flujo de fondos que generan estos bienes no estará afectado exclusivamente al pago de capital o de interés de los títulos de deuda emitidos por el vehículo, por lo que por lo general esta categoría de títulos mejoran su garantía con activos adicionales.
- 3) *Pay Through Bonds*: Los activos sobre los que se securitiza se transmiten (del patrimonio del originante al vehículo) en tanto los pasivos por los títulos emitidos se registran como deuda del originante, pero sus ingresos garantizan exclusivamente el pago del capital e intereses de los títulos emitidos. Es una combinación de los dos anteriores.

El tipo *pass through* (art. 21 de la Ley 24441) está presente al ocuparse del fideicomiso financiero como certificado de participación, en tanto que la modalidad *pay through bonds* se la identifica con los títulos representativos de deuda. El tipo *asset backed bonds* se asemeja a las obligaciones negociables.

Los actores intervinientes en este proceso son:

- ◆ Originante: son quienes tienen los activos a securitizar (bancos, financieras) y en general mantienen la administración de la cartera (servicer).
- ◆ Servicer: Persigue el cobro del flujo de fondo proveniente del portafolio y realiza las transferencias al vehículo para el pago a los inversores. Informa periódicamente al emisor y a beneficiarios.
- ◆ Vehículo: Adquiere los activos para separarlos del riesgo del originante y emite los certificados de participación en los ingresos provenientes del pool de activos o títulos de deuda garantizados en los mismos.
- ◆ Tomador / Colocador de Fondos: banco de inversión o financiera que colocará los títulos entre los inversores.
- ◆ Calificadoras de Riesgo: analizan el riesgo crediticio sobre las perspectivas de: calidad del activo de respaldo, características del administrador y vehículo; flujo de caja: riesgo de incobrabilidad o mora, prepago, asincronías en plazos; seguridad jurídica: obligaciones entre las partes, sustento jurídico y económico de la cobertura de riesgos crediticios.

El fideicomiso como vehículo para la titulización

Como se ha señalado, el proceso de titulización exige, para dar a los inversores un marco de seguridad adecuado, y además para que el vehículo (fideicomiso financiero o fondo cerrado de inversión) sea competitivo frente a otras alternativas de inversión, que los activos a titular sean separados tanto del patrimonio del originante o transmitente como del titular del vehículo. A tal efecto, la Ley N° 24.441 introdujo en nuestro derecho dos vehículos: la propiedad fiduciaria, o fideicomiso, y el fondo de inversión cerrado.

En el campo de desarrollo de la titulización normalmente se identifica como objeto de la titulización a los derechos de cobro, denominados genéricamente "las cuentas por cobrar", que representan un flujo de fondos más o menos constante. Sin embargo, también puede aplicarse respecto de activos que no constituyen por sí mismos derechos de cobro, pero que pueden generarlos con el tiempo: se trata en definitiva de la titulización de utilidades o ingresos futuros por la comercialización de bienes o el resultado de negocios determinados. Es el caso de la emisión de títulos para financiar desarrollos inmobiliarios, inversiones mineras, agrícola-ganaderas o forestales, o de capital de riesgo en determinados proyectos industriales, comerciales o de servicios. Todo tipo de proyecto de infraestructura puede recibir financiación a través de un proceso de titulización.

Proceso de titulización

El proceso estándar de titulización es el siguiente (en lo que se llama "estructura one off" o de primer grado):

1. La empresa que busca financiación (el "titulizante" u "originador") desmembra de su patrimonio los activos a titular y los transfiere a un patrimonio separado (el "Vehículo", que como ya vimos puede ser un fideicomiso, un fondo cerrado o una sociedad creada para ese propósito especial - en nuestro país, los vehículos indicados serían sólo los dos primeros).
2. El administrador o titular del Vehículo (si es un fideicomiso, será el Fiduciario), emite títulos que en principio tienen como única fuente de pago los activos titulizados, y los coloca entre inversores.
3. Con el producido de la colocación de los títulos, se paga al titulizante (generalmente, neto de los gastos de estructuración del negocio y de colocación de los títulos).
4. A efectos de mejorar la calidad crediticia de los títulos, se suele utilizar dos técnicas: a) la emisión de clases diferentes con derechos específicos (estructura clásica: un título senior, un título intermedio, y un título subordinado total), o b) la emisión de títulos por un valor nominal menor al total de la cartera fideicomitida, lo que genera una sobregarantía que refuerza las posibilidades de pago. La más usada es la primera.

5. Cuando se emiten distintas clases de títulos con estructura señor / subordinada, es usual que la clase subordinada total sea asignada al mismo titulizante, o sus accionistas, o inversores sofisticados que están habituados a tomar riesgo.

Mediante el proceso descrito la empresa habrá usado parte de sus activos para obtener recursos en el mercado a un costo menor que si hubiera adquirido esos recursos directamente mediante el préstamo bancario, la emisión de obligaciones negociables o de acciones. A través del vehículo se obtienen recursos mediante la colocación de los títulos, y los activos transmitidos por el originador servirán para pagar a los inversores. Estos, por consiguiente, se preocupan solamente por los flujos de efectivo generados o a generar por los activos titulizados, y poco les importa la situación económica o financiera del originador.

Una alternativa a la titulización “one off” o de primer grado, es la de “originadores múltiples” o de segundo grado, en la que el patrimonio a titular se integra con activos homogéneos transferidos al vehículo por una pluralidad de originadores. Este procedimiento permite a muchas empresas minimizar los costos a través de la utilización de un vehículo común.

Conclusiones sobre Fideicomiso y Titulización

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

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

Finalidad perseguida por el originante

- Reduce el costo financiero por el aislamiento de determinados activos de su patrimonio y el otorgamiento de garantías adicionales (colateralización).
- Reduce el riesgo crediticio lo que permite conseguir recursos a una tasa de financiación mejor.
- Aumenta la capacidad prestable.
- Evita el descalce financiero (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 del mercado de capitales al suministrar nuevos títulos a la oferta pública a 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 (ROI y ROE).
- La inversión extranjera pueda estar mejor dispuesta a invertir en un proyecto de inversión garantizado por un activo aislado del riesgo país.

El inversor

- Obtiene un rendimiento mayor 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 importantes sumas de dinero o quizás siquiera fueran 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 flujos de fondos predecibles.
- Baja probabilidad de incumplimientos.
- Diversidad de deudores.
- Alta rentabilidad.

Ejemplos de activos habituales sujetos a securitización son: créditos hipotecarios, créditos prendarios, créditos personales, cupones de tarjetas de créditos, exportaciones de petróleo, cobros de peaje, contratos de leasing; contratos de factoring.

En resumen, puede encararse un proceso de titulización de activos con diferentes finalidades:

a) Obtener recursos mediante la venta de derechos de cobro: se asimila a una venta de cartera, y representa el esquema más “puro” de titulización.

b) Obtener financiación mediante la emisión de deuda con garantía limitada a derechos de cobro que son separados del patrimonio del tomador: los títulos de deuda que se emiten tienen como única fuente de pago los activos titulizados. Por lo tanto, ni el tomador de los fondos (es decir, quién transfirió los activos titulizados) ni el emisor de los títulos si es un tercero, son responsables por el pago de los servicios correspondientes a los títulos. Cancelados éstos, los activos remanentes vuelven al patrimonio del titulizante.

c) Encarar un negocio de inversión colectiva bajo forma jurídica distinta del contrato de sociedad: este enfoque cobra preeminencia cuando se da la titulización de activos que no consisten en derechos de cobro (inversiones en activos reales tales como inmuebles, recursos forestales, agrícola-ganaderos, mineros, etc.). En particular si se elige como vehículo el fideicomiso financiero. Se trata de una estructura más flexible que una sociedad anónima.

Como mencionamos, un punto central en el tema de la titulización es la afectación de los activos que respaldan el pago de los valores colocados entre el público, separándolos tanto del patrimonio de la empresa que los genera como de la entidad que lleva a cabo la titulización. La titulización no puede tener lugar si no existe una herramienta legal que permita formar con los activos titulizados un patrimonio separado (el “vehículo”), donde las características y riesgos de dichos activos sean los factores fundamentales a considerar por el mercado para evaluar el grado de confiabilidad de la inversión.

Desde el punto de vista de la "ingeniería financiera" de la titulización ese proceso puede implicar:

a) Respecto de activos reales

1) La creación de fondos comunes de inversión cerrados, en los que el patrimonio común está invertido en todo o en parte sustancial en los activos a titular. Los inversores, al adquirir las cuotas partes en el mercado, adquieren un derecho de copropiedad sobre los activos del fondo, teniendo derecho a percibir las rentas derivadas de su explotación, a más de participar en el aumento del valor de dichos activos (ganancia de capital); o

2) La constitución de fideicomisos financieros, con igual objeto de inversión que los fondos comunes cerrados, a cuyo respecto se emiten certificados de participación (o, eventualmente, títulos de deuda fiduciaria por una parte de la inversión).

b) Respecto de derechos de cobro:

1) La constitución de fideicomisos financieros y la emisión de certificados de participación, a través de los cuales los inversores adquieren también un derecho de copropiedad sobre los derechos titulizados (que constituyen el fideicomiso), asumiendo todos sus riesgos y beneficios.

2) La constitución de fideicomisos financieros y la emisión de títulos de deuda fiduciaria, que dan derecho a la amortización del capital invertido y al cobro de una renta determinada, que no guarda necesariamente relación con la rentabilidad que arrojan los activos titulizados (fideicomitados); o

3) La constitución de un fondo común cerrado, en el que el patrimonio común está invertido en derechos de cobro de determinadas características.

En definitiva, el hecho de que para un proceso de titulización determinado se elija alguna de las dos vías disponibles (fondos de inversión o fideicomisos financieros) depende de múltiples factores, como ser el tipo de activos, el riesgo involucrado, el mercado en el que se efectuará la colocación, el perfil de los posibles inversores y el tratamiento impositivo.

2. Sociedades de Garantía Recíproca

La principal función de las Sociedades de Garantía Recíprocas (SGR's) es el otorgamiento de garantías a las PyMEs con el objeto de mejorar sus condiciones de acceso al crédito y para acceder a todo tipo de negocios.

Las Sociedades de Garantía Recíprocas están conformadas por dos tipos de socios: *partícipes* y *protectores*. Los socios *partícipes* son las PyMEs beneficiarias de los avales, que además efectúan aportes al capital social de la SGR's.

Los socios *protectores* pueden ser personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que efectúan los aportes correspondientes al capital social y aportes para conformar el capital de riesgo, con el cuál se integrará el patrimonio de las SGR's.

Una de las principales ventajas que tienen las SGR's es que el aporte de todos los socios será deducible del impuesto a las Ganancias. Para que esta deducción sea definitiva, los aportes al fondo de capital riesgo deberán mantenerse por dos años y las SGR's deberán tener garantías en cartera por el 80% de dicho fondo.

El marco normativo legal con la cual se regulan las SGR's está dado por la ley 24.467 – título II – y las modificaciones introducidas por la ley 25.300 y los decretos 908/95, 1074/2001 y 1076/2001. Las resoluciones de la Secretaría de Estado para la Pequeña y Mediana Industria (SEPyME) N° 8 (05/03/98), 18 (26/03/98), 134 (01/12/98), 135 (01/12/98), 24 (15/02/2001), 22 (26/04/2001) y 202/2002.

Los avales o garantías que otorgan las SGR's a las PyMEs están respaldados por el fondo de capital de riesgo.

Las SGR's pueden tomar a su satisfacción contra garantías de prácticamente cualquier naturaleza (hipotecas, prendas, personales, cesiones de facturas, contratos, sola firma, etc.), las que no pueden ser inferiores al 50% y como máximo alcanzar el 100% del monto a garantizar.

Las SGR's están inhabilitadas de realizar las siguientes actividades:

- a) Conceder directamente créditos de cualquier naturaleza a sus socios ni a terceros.
- b) Celebrar contratos de garantía recíproca on los socios protectores.
- c) Otorgar garantías a operaciones de crédito en las cuales un socio partícipe descuenta instrumentos de comercio de los cuales sea librador o aceptante un socio protector, o a otras operaciones similares.

Las SGR's no podrán asignar a un mismo socio partícipe garantías superiores al 5% del valor total del fondo de capital de riesgo. Tampoco podrán asignar obligaciones con el mismo acreedor mas del 25% del valor total de dicho fondo.

La participación de los socios *protectores* no podrá exceder del 50% del capital social y la participación de cada socio *partícipe* no podrá superar el 5% del mismo.

Oportunidades para su utilización

Uno de los principales problemas existentes hoy en día para las Pymes –si no el mayor- es el de la falta de financiamiento adecuado para su desenvolvimiento económico y su desarrollo empresario.

Esto trae aparejado:

- Elevadas tasas de interés.
- Largos trámites por estudio de carpetas de crédito y altos cargos adicionales.
- Evaluación sobre la base de Patrimonio Neto y no de proyectos.
- Limitaciones para financiar capital de trabajo.
- Financiamiento a largo plazo inexistente.
- Requerimiento de garantías con amplios márgenes de cobertura (en especial hipotecarias).
- Lejanía de muchas PyMEs del mundo financiero y crediticio impide su acceso a la financiación preferencial.

En este contexto con extremas restricciones financieras (desaparición de los esquemas tradicionales de crédito), las SGR's pueden ser una solución dado que se trata de una estrategia asociativa entre las PyMEs, las grandes empresas y el Estado para facilitar el acceso al financiamiento de las PyMEs a través del otorgamiento de garantías, con el apoyo de incentivos fiscales que hacen viable e interesante el sistema para las partes involucradas.

Las SGR's poseen una serie de ventajas de enorme trascendencia:

- ◆ Ponen el foco en el proyecto empresario, y no en su patrimonio como requisito para acceder al crédito.
- ◆ La necesidad de obtener la garantía obliga al empresario a revisar, considerar y mejorar su proyecto.
- ◆ El proyecto es evaluado por técnicos especializados.
- ◆ Los socios *partícipes* generan una sinergia que potencia el accionar de cada uno de ellos, con la posibilidad de crear nuevos puestos de trabajo.
- ◆ La SGR's, en búsqueda de ventajas para sus proyectos, va creando una red de contactos con créditos especiales de fomento a la innovación tecnológica, capacitación y calificación de emprendedores.
- ◆ Los contactos horizontales, la discusión de proyectos y la difusión de oportunidades, ayudan a la interrelación, asociación y complementación de empresas.
- ◆ El esquema de creación del Fondo de Riesgo por medio de socios *protectores* determina también una interacción entre PyMEs y grandes empresas facilitando nuevos y seguros negocios.
- ◆ Las SGR's son herramientas flexibles, adaptables a distintas necesidades.

Las garantías que otorgan las SGR's a sus socios *partícipes* son herramientas para disminuir el riesgo crediticio.

Las SGR's otorgan también fianzas o avales técnicos entre otras cosas para:

- ✓ Concursos y licitaciones para contratos de obras diversas.
- ✓ Contratos de suministros.
- ✓ Contratos de prestación de servicios.
- ✓ Ejecución de obras privadas y públicas.
- ✓ Cumplimiento de contratos de suministros o de prestación de servicios.
- ✓ Garantía de buen funcionamiento.
- ✓ Anticipo a proveedores.

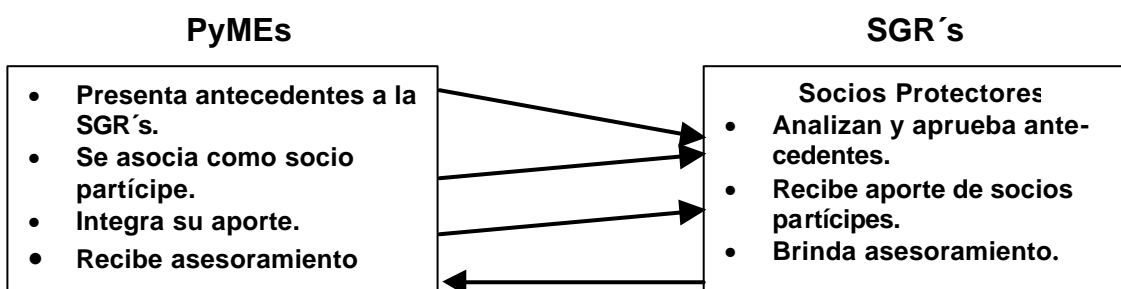
Las principales ventajas de su utilización son:

- Evita la inmovilización de recursos que supone la constitución en efectivo de fianzas.

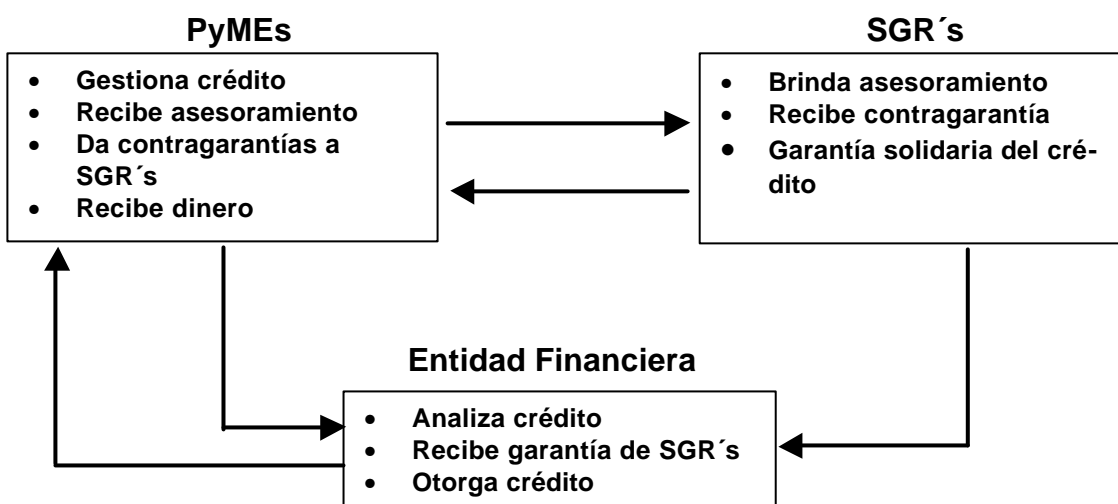
- Permite mantener libres los límites de riesgo con las entidades financieras, para su utilización en otras necesidades típicamente financieras.
- Propicia la conclusión de contratos.
- Facilita el tráfico comercial a un costo reducido.

Esquemas de gestión de créditos a través de SGR's

1. Asociación de PyME's a SGR's



2. Gestión del crédito



3. Resumen de instrumentos/medios de financiamiento

Conceptos analizados	FIDEICOMISOS	TITULIZACIÓN	SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA
Descripción del instrumento	Es un contrato por el cuál una persona (fiduciante) transmite a otra (fiduciario) la propiedad de determinados bienes quién los afecta para un fin determinado con el objeto de obtener un resultado en beneficio de los beneficiarios durante un plazo determinado.	Es el proceso por el cual un activo con cierto grado de homogeneidad se transforma en títulos valores, cuyo cobro tiene como respaldo el flujo de fondos de los activos objeto de la titulización.	Son sociedades especialmente constituidas para el otorgamiento de garantías a las PyMEs con el objeto de mejorar sus condiciones de acceso al crédito y para acceder a todo tipo de negocios.
Partes intervinientes	Fiduciante: es el aportante del bien. Fiduciario: es quién recibe el bien en propiedad fiduciaria. Beneficiario: recibe el bien fideicomitido o sus frutos una vez cumplido el plazo.	Originante: Entidad que posee los activos que se van a transferir. Vehículo: figura jurídica a la cual el originante le transferirá el activo a titular. Puede ser un fideicomiso. Inversor: Persona o entidad que adquiere los títulos emitidos por el vehículo.	Socios protectores: son los que efectúan los aportes para el capital social y para conformar el capital de riesgo, con el cuál se integrará el patrimonio de las SGR's. Socios partícipes: son PyMEs beneficiarias de los avales, que además efectúan aportes al capital social de las SGR's
Marco legal	Art. 2662 Código Civil Ley 24.441 Resol CNV. 271/95 Dto. 780/95	Se aplican las disposiciones del vehículo a utilizar.	Ley 24.467 – título II y modificaciones de la ley 25.300. Decretos 908/95, 1074/2001 y 1076/2001. Resol. SEPyME 8/98, 18/98, 134/98, 135/98, 24/2001, 22/2001 y 202/2002.
Oportunidades de utilización	Desarrollo de proyectos de inversión. Desarrollo de nuevos negocios. Desarrollo de esquemas de financiamiento. Desarrollo de sistemas de administración.	Programas de construcción de viviendas. Desarrollo de nuevos negocios de exportación.	Operaciones de crédito. Concurso y licitaciones para contratos de obras. Contratos de suministros. Ejecución de obras. Garantías de buen funcionamiento. Anticipo a proveedores.
Ventajas para su utilización	Aisla los activos transferidos en un patrimonio separado. La quiebra del fiduciario o del fiduciante no implica la del fideicomiso. Disminuye el costo del endeudamiento Evita procesos judiciales de ejecución. Brinda seguridad, efectividad, precisión, transparencia y confiabilidad.	Disminuye el costo del endeudamiento. Multiplica la capacidad prestable. Dota de liquidez a un activo. Soluciona problemas de descalce financiero. Amplía los plazos de amortización. Crea una nueva opción de inversión y financiación.	Evita la inmovilización de recursos que supone la constitución en efectivo de fianzas. Mantiene libre los límites de riesgo con las entidades financieras. Propicia la finalización de contratos. Facilita el tráfico comercial a un costo reducido.

III. Mecanismos para la creación de capital de trabajo y financiamiento de Pymes

A continuación mencionaremos una serie de operaciones en las que son parte Pymes y que posibilitan de manera genuina la financiación de actividades e inversiones. Utilizaremos en los esquemas propuestos los conceptos vertidos en el punto II), en particular el de Fideicomiso Financiero necesario para comprender el rol de los fondos fiduciarios constituidos.

Las características de patrimonio de afectación y los objetivos que persiguen los patrimonios fiduciarios dan lugar a una aplicación masiva de operaciones con bajo riesgo en general y bajo costo de capital también para las empresas Pymes en particular.

Sin perjuicio de que las operaciones de estos procesos están bancarizados, a los efectos de facilitar los efectivos controles de pagos y cobros, la financiación a través de los fondos fiduciarios suponen una dependencia mucho menor respecto de la financiación bancaria. En este sentido, la legislación actual sobre Fideicomisos y Fondos Fiduciarios es precisa y otorga una mayor permeabilidad comercial y financiera, evitando restricciones al tener como finalidad el financiamiento de Pymes.

Las Pymes que utilicen estos mecanismos, serán previamente calificadas y categorizadas por profesionales independientes, duchos de las prácticas financieras. De esta forma, un dictamen u opinión profesional será el punto inicial del proceso de reconversión. Las evaluaciones de las inversiones y su financiamiento, en particular lo atinente a la gestión de riesgos y mix de recursos a emplear son la garantía principal del proceso en marcha.

Prima en todo el proceso, un sistema que ponga en funcionamiento real, las potencialidades que tienen las Organizaciones Pymes en el ámbito económico. Se produce de este modo, la posibilidad concreta de llevar a cabo actividades de la economía real presumiblemente rentables con un adecuado financiamiento.

De esta manera, también la perdurabilidad de las empresas con la utilización de mano de obra calificada y capacitada incidirá para un menor nivel de conflicto social. Los cambios en las legislaciones, en particular las fiscales a fin de favorecer el aporte de inversores a los fondos fiduciarios también guarda relación con los porcentajes de liquidación del fondo fiduciario que correspondan al Estado.

Caso a). Reconversión de Capital de Trabajo. Compras de Pymes a Grandes Empresas (GE)

Se trata de un régimen específico en el cual una Pyme ya registrada y calificada en el Fondo Fiduciario (FF), compra a una GE que convalida previamente este hecho y da la conformidad de utilizar este canal. Pyme y GE serán definidas en virtud de montos de ventas anuales, valor contable de los activos y del patrimonio neto, cantidad de empleados, etc.

- La empresa Pyme compra y recibe los bienes / servicios por el 100% de la operación.
- La Pyme paga a la GE por el 95% la operación compra – venta.
- La Pyme ingresa el 5% restante en el FF cancelándose de este modo el pago de la operación principal.
- El 5% ingresado es un aporte al FF realizado por la GE. El FF emite un Certificado de Crédito Fiscal por el 50% del aporte (2,5%) que la GE podrá tomar a cuenta de impuestos.
- El FF dará destino específico a los fondos Vg.: 15% para capacitación a Pymes inscriptas en los programas, 50% para el financiamiento de proyectos de inversión y reconversión y desarrollo del capital de trabajo, 20% para garantía de operaciones efectuadas por Pymes, 15% para soportar los gastos de administración y funcionamiento operativo del FF.
- En todos los casos, los préstamos para el financiamiento mencionado en el punto anterior devengarán un interés efectivo equivalente a la ½ que percibe el Banco Nación para líneas similares. Los intereses devengados y percibidos por el FF integran el patrimonio

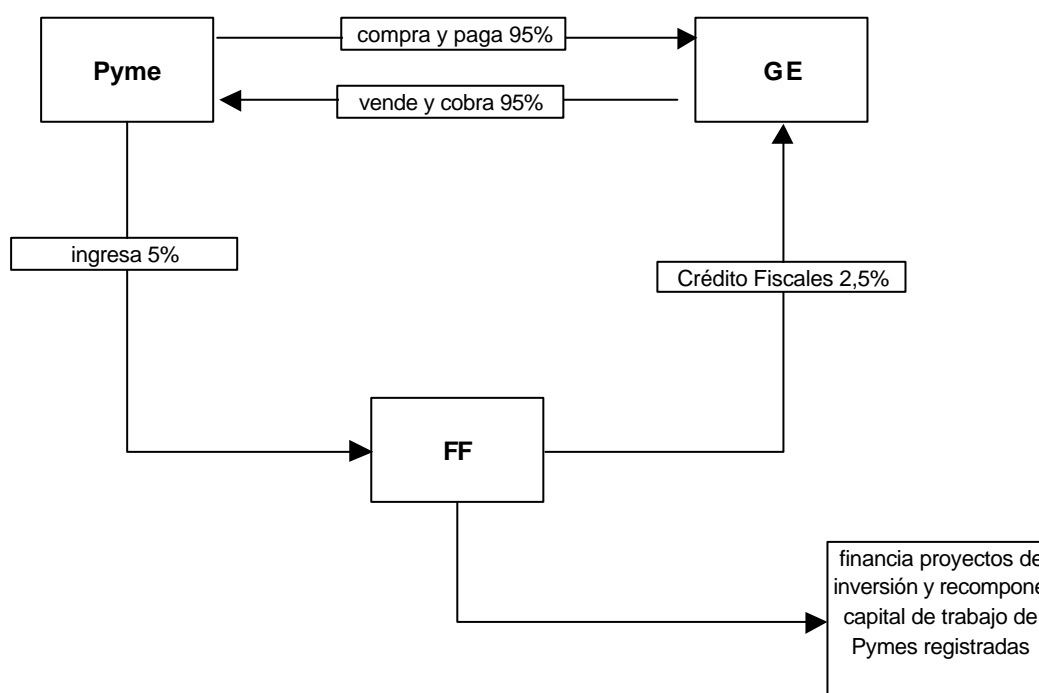
de afectación. Todas las operaciones de financiación y pago son bancarizadas y puede también establecerse un sistema de contra-reembolso.

En el caso de financiamiento de proyectos y / o compras de bienes de capital el monto máximo a prestar no superará el 7,5% del valor del FF y financiará hasta el 75% del valor de la inversión con un plazo no superior a 5 años.

Los préstamos para la reconversión del capital de trabajo podrán financiar hasta el 90% de la inversión y el monto máximo a prestar no superará el 2,5% del valor del FF y con un plazo no superior a 2 años.

- Los equipamientos y otros activos como bienes fungibles y créditos servirán como garantía de pago por los préstamos otorgados (hipoteca, prenda, etc.)
- Los FF constituidos como regla se liquidan a los 30 años, destinándose un 50% de su patrimonio de afectación al Estado considerando que éste posibilitó que las GE tomaran Créditos Fiscales a cuenta de impuestos, y el remanente (50%) entre las GE tenedoras de las cuotas partes del FF.
- Las GE que operen con este régimen serán consideradas proveedoras prioritarias (a igualdad de condiciones de precio y calidad) por los bienes que las empresas Pymes inviertan para la realización de proyectos, de capital o reconversión del capital de trabajo. El FF publicará un ranking de GE, en virtud de los fondos aportados por las mismas otorgando una cantidad de puntos a cada GE. Las GE podrán canjear o negociar con otras empresas los mismos permitiendo de este modo ceder la prioridad mencionada en el punto anterior.
- Las compras producto del financiamiento podrán también efectuarse por este régimen de Compras de Pymes a GE.
- El Estado no participará de la administración del fondo ni será considerado fiduciante, sin perjuicio que sea beneficiario del mismo.
- Para su puesta en marcha el FF recibirá el aporte de empresas (100% a cuenta de impuestos) y el financiamiento de entidades financieras. Se considera que los primeros 2 años constituyen el período de formación del FF.

Esquema

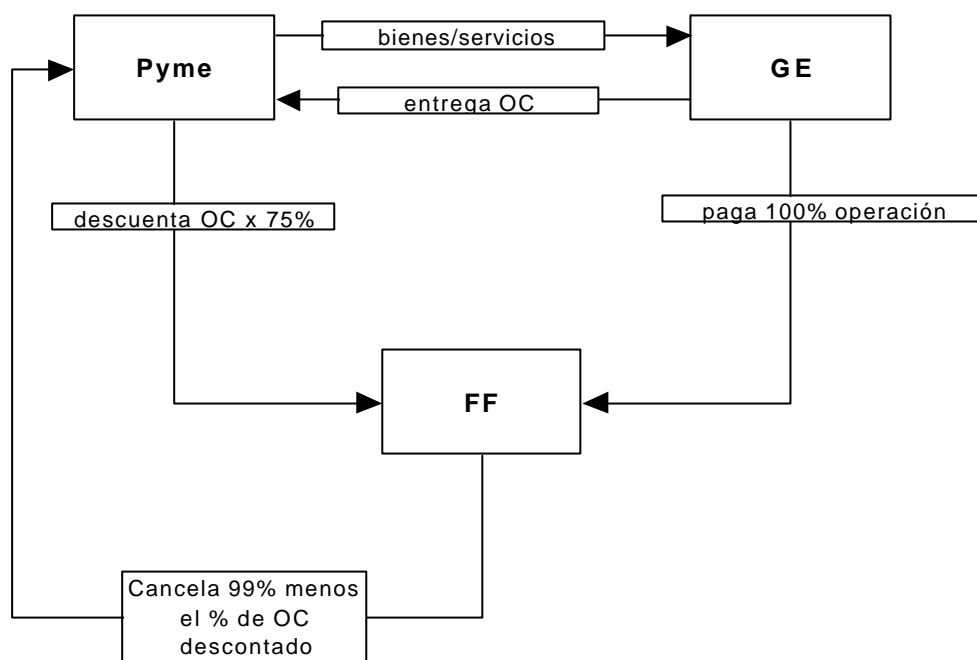


*Caso b). Reconversión de Capital de Trabajo.**Ventas de Pymes a Grandes Empresas (GE)*

En este caso la Pyme también está registrada y calificada en el Fondo Fiduciario (FF) y vende en el mercado interno a una GE. Al igual que en el caso anterior la Pyme y GE serán definidas en virtud de montos de ventas anuales, valor contable de los activos y del patrimonio neto, cantidad de empleados, etc.

- La Pyme recibe la Orden de Compra (OC) para la colocación de bienes o prestación de servicios en la GE.
- La Pyme presenta en el FF las OC, obteniendo la financiación de hasta el 75% para el pago a proveedores y otros financiadores del capital de trabajo que son pagados por el FF según listado efectuado por la Pyme y convalidado por el FF. La tasa aplicable de descuento será la equivalente a la mitad percibida por el BNA para operaciones similares. El activo subyacente del FF será las OC de Pymes. La operación se perfecciona con la entrega de la OC al FF convalidada por la GE. En el caso que el incumplimiento sea responsabilidad de la Pyme devolverá los fondos al FF con una tasa 3 veces superior a la pactada.
- El préstamo a la Pyme es garantizado por Sociedad de Garantía Recíproca, aval presentado o por la GE compradora.
- Al momento de la entrega del bien o término de la prestación de servicios la GE paga el 100% al FF y entrega una cantidad de puntos para su ranking de GE (como proveedoras de Pymes/ endosables).
- El FF percibe un 1% de la operación que ingresa a su patrimonio de afectación, y paga a la Pyme el 99% restante una vez descontado el % de la operación por los fondos adelantados para pago a proveedores.
- El patrimonio del fondo se constituye con el aporte de empresas. Como contrapartida recibirán un certificado (emitido por el FF) de crédito fiscal a cuenta de impuestos de hasta el 50% del aporte realizado, y podrán computar como deducción del impuesto a las ganancias el 50% restante.
- Para su funcionamiento, el fondo podrá recibir préstamos de otros FF con programas de Compras a GE y de evaluación de proyectos.
- Para su puesta en marcha el FF recibirá el aporte de empresas (100% a cuenta de impuestos) y el financiamiento de entidades financieras. Se considera que los primeros 2 años constituyen el período de formación del FF.
- Los intereses por el descuento de órdenes de compra neto de los intereses pagados por préstamos constituyen parte del patrimonio de afectación. La comisión por operaciones se aplica al funcionamiento operativo del FF.
- Todas las operaciones de financiación y pago son bancarizadas.
- Los FF constituidos como regla se liquidan a los 30 años, destinándose un 60% de su patrimonio de afectación al Estado considerando que éste posibilitó que las GE tomaran Créditos Fiscales a cuenta de impuestos y deducciones, y el remanente (40%) entre las empresas tenedoras de las cuotas partes del FF.
- El Estado no participará de la administración del fondo ni será considerado fiduciante, sin perjuicio que sea beneficiario del mismo.

Esquema

*Caso c). Financiamiento de Proyectos / Bienes de Capital. Proyectos de Inversión*

Se trata de un régimen específico en el cual una Pyme ya registrada y calificada en el Fondo Fiduciario (FF), presenta un proyecto de inversión para ampliación de su capacidad productiva o bien para reconvertir su tecnología. La obtención de nuevos mercados externos y la utilización creciente de mano de obra lograda a partir de la inversión bajo examen representan indicadores de magnitud para el otorgamiento de los préstamos, sin perjuicio de la evaluación del rendimiento, riesgo, liquidez, plazo, etc. de la inversión proyectada. La Pyme serán definida en virtud de montos de ventas anuales, valor contable de los activos y del patrimonio neto, cantidad de empleados, etc. Los proyectos de inversión a considerar parten de u\$s 50.000 hasta u\$s 1.000.000.

- La Pyme presenta para su evaluación técnica–económica–financiera al FF su proyecto de inversión. Una vez aprobado se da conformidad a las condiciones generales del programa y particulares emergentes del tipo de inversión.
- El FF financia hasta el 75% de la inversión inicial con un préstamo que devenga una tasa equivalente a la mitad cobrada por el BNA para líneas similares. El plazo no será superior a 8 años y el préstamo estará garantizado con los bienes que constituyen la inversión inicial y otros que la empresa Pyme presente. También podrán participar otros avales, sociedades de garantía recíproca o Fondos Fiduciarios.
- El FF realiza el seguimiento y controla el grado de avance. Las actividades estarán pautadas por programas que considerarán los escenarios de actuación y la sensibilidad de las variables más críticas que inciden en los resultados.
- Todas las cobranzas y pagos estarán bancarizados para un mejor control de las operaciones. La empresa Pyme vende el objeto de producción de la inversión indicando al comprador (su cliente) que debe abonar el 100% al FF de la operación.
- De los fondos ingresados al FF se liberan a la Pyme el 85% de fondos cobrados para el pago a proveedores según lista presentada por la pyme y programa presentado. Los pa-

gos podrán ser contra - reembolso si las Pymes abonaron con anterioridad a los proveedores.

Un 2% de lo ingresado constituye ingreso del FF que se aplicará al funcionamiento operativo del FF.

El 13 % remanente se aplica a la cancelación / pre-cancelación del préstamo otorgado considerando el valor actual del préstamo al momento de pago, y hasta la cancelación del 100% del mismo.

- Amortizado el 100% del préstamo la Pyme recibirá del FF durante un año el importe del 13% y a partir de allí se dará por concluido el programa de financiación percibiendo la empresa Pyme la totalidad de los fondos.
- El plan financiero aprobado contendrá el Valor actual neto de la inversión y un detalle de los flujos de fondos. En todos los casos la vida económica considerada no será mayor a 10 años, debiendo si correspondiere considerar un valor terminal según las prácticas habituales profesionales.

Se compararán los flujos de fondos reales versus los previstos en el plan, y por los ingresos netos anuales excedentes en un 25% a los previstos en el proyecto se pagará un impuesto a las Ganancias equivalente al 50% que corresponda por ese ejercicio en tanto las ganancias provengan del programa aprobado.

Considerando que un incremento en las ganancias es producto de una mayor actividad comercial en la que se venden más bienes y servicios, la empresa Pyme gozará de una liberación del 2% en el IVA por el ejercicio siguiente respecto del que se verifique un incremento neto en los flujos de fondos mencionado en este punto.

- Para beneficiarse con lo dispuesto en el punto anterior las Pymes deberán cumplir al menos los siguientes requisitos:
 - a) No adeudar impuestos nacionales y cumplir con las formalidades que fije la autoridad de aplicación.
 - b) Reinvertir las ganancias económicas de la empresa total en al menos un 85% acumulado desde el inicio del programa y hasta la finalización del mismo.
 - c) Incrementar la fuerza laboral respecto de la situación sin programa, y mantener por lo menos hasta los dos años siguientes al término del programa la cantidad de personal conforme a las siguientes pautas:
 - Inversión total: hasta u\$s 50.000 al menos 3 personas;
 - u\$s 100.000 al menos 5 personas;
 - u\$s 250.000 al menos 10 personas;
 - u\$s 400.000 al menos 25 personas;
 - u\$s 600.000 al menos 33 personas;
 - u\$s 800.000 al menos 45 personas;
 - u\$s 1.000.000 al menos 50 personas;

- Financiadores del FF

#) Aportes de GE y Bancos con el siguiente régimen:

-50% de los montos se consideran pagos a cuenta del impuesto a las ganancias ó de libre disponibilidad para ser utilizados contra otros impuestos nacionales.

-50% se podrá diferir el Impuesto al Valor Agregado correspondiente al año siguiente al del aporte al FF hasta alcanzar el importe ingresado al FF con más un 20% sobre el 50% que será considerado a estos efectos como retribución por el aporte efectuado al FF.

#) Donaciones realizados por empresas y el Estado.

#) Financiación con la Evasión Fiscal:

Detectada y perfeccionada la evasión fiscal por parte de una empresa, ésta tendrá la opción de suscribir un aporte al FF previo ingreso al fisco de:

100% de capital, 33% de interés y 50% de multa conforme programa de pago al fisco.

El valor correspondiente al 67% de intereses y 50% de multa, todo incrementado en un 50% ingresarán al FF como:

-una sexta parte en carácter de donación al FF.

-cinco sextas partes en carácter de préstamo al FF que devengará la mitad de la tasa activa que cobra el FF a las Pymes por los préstamos que financian los proyectos de inversión y de riesgo equilibrado.

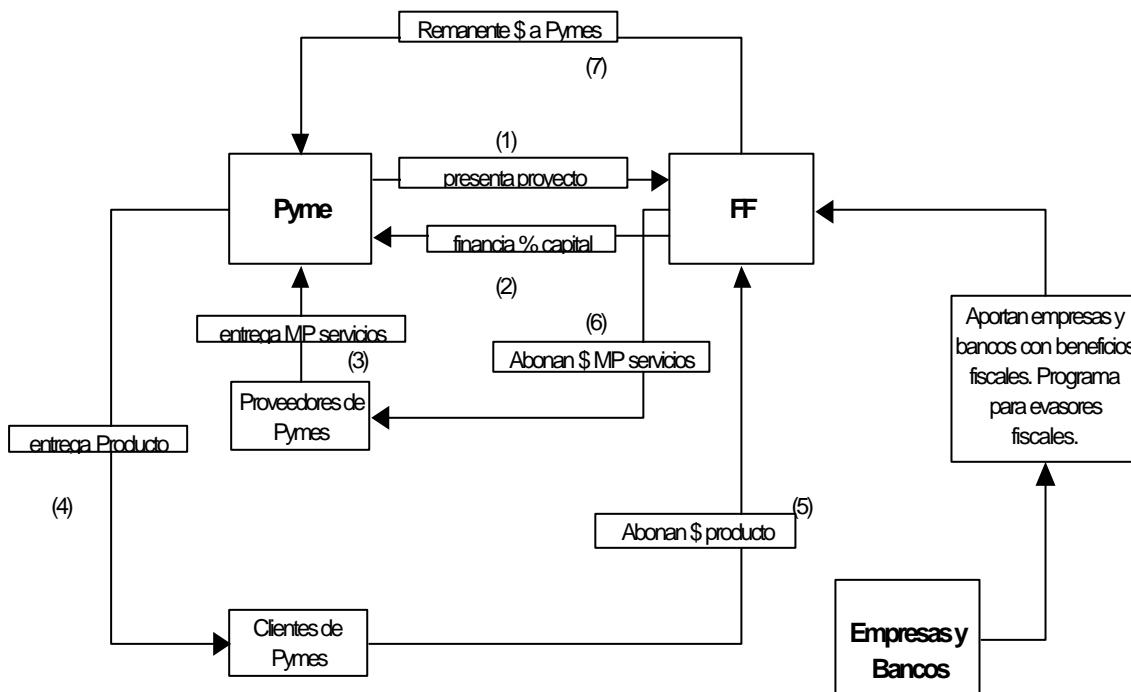
El préstamo al FF ingresa en las mismas fechas que se pagan los importes al fisco y el plazo para su devolución con los intereses es por 10 años.

Ejemplo:

	Evasión	Pago Fisco	Remanente	Ingresos a FF
Capital	600.000	600.000	0	0
Intereses	300.000	100.000	200.000	300.000
Multas	900.000	450.000	450.000	675.000
Total	1.800.000	1.150.000	650.000	975.000
		Donación		162.500
		Préstamo		812.500

- Los FF constituidos como regla se liquidan a los 30 años, y considerando que los aportes de empresas y entidades fueron tomados a cuenta de impuestos, el 90% del patrimonio de afectación se destina al Estado, en tanto que el 10% restante entre los cuota partistas que constituyeron los aportes al FF.
- El Estado no participará de la administración del fondo ni será considerado fiduciante, sin perjuicio que sea beneficiario del mismo.

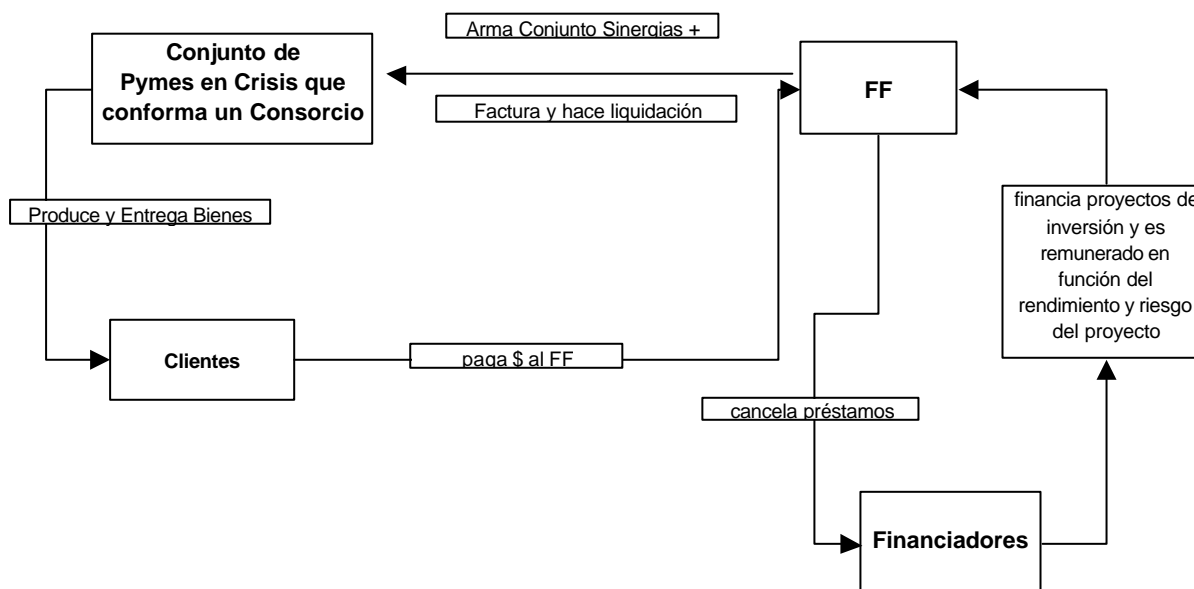
Esquema Simplificado



*Caso d). Proyectos de Inversión.**Pymes en Crisis. Programas Sinérgicos.*

Se trata de un régimen específico en el cual una Pyme ya registrada y calificada en el Fondo Fiduciario (FF) conforma un equipo de empresas que va a satisfacer las demandas del mercado interno y externo. En todos los casos hay una búsqueda de obtener sinergias positivas generales y particulares (comerciales, técnicas, operativas, fiscales, etc). El FF arma un consorcio de empresas en el que participan empresas Pymes en crisis.

- El FF financia por sí o recibe fondos de un socio financiador que asume el riesgo del proyecto de inversión. La remuneración de los aportes estará en relación con los rendimientos y riesgos operativos de los proyectos de inversión.
- El FF vende por cuenta y orden del conjunto de empresas en crisis. Luego de las cobranzas hace la liquidación al consorcio de empresas que trabajarán con un margen de ganancia y cancelará los préstamos recibidos, todo previo remuneración de las operaciones del FF calculadas en un 5% de lo cobrado.
- Esta comisión financia los gastos operativos de funcionamiento.
- El FF por regla se disuelve a los 30 años y su patrimonio se entregará 50% al Estado y 50% para pagar a Acreedores Pymes que tengan pendiente de cobro sus acreencias en juicios de quiebra registrados específicamente.
- Para su puesta en marcha el FF recibirá el aporte de empresas (100% a cuenta de impuestos) y el financiamiento de entidades financieras. Se considera que los primeros 2 años constituyen el período de formación del FF.

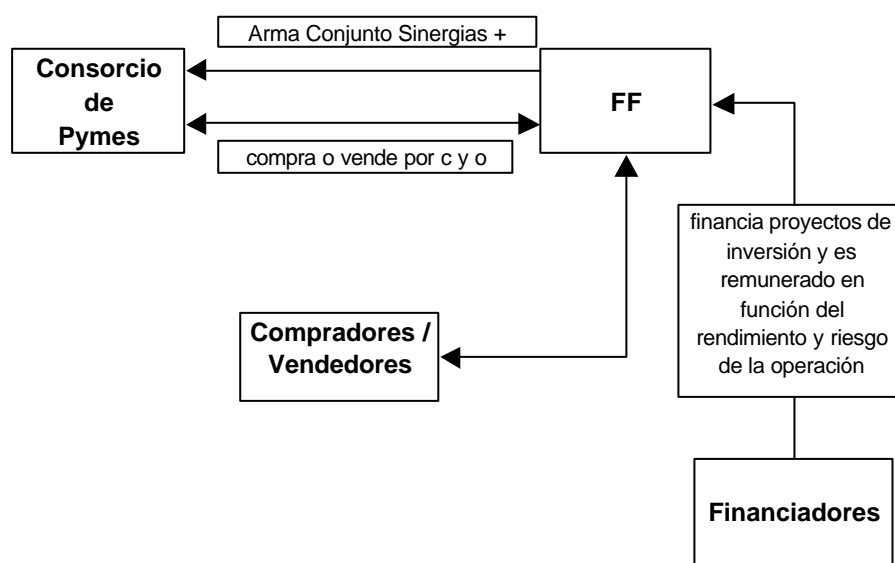
Esquema Simplificado

*Caso e). Club de Compras. Licitaciones y Exportación.
Consortio de Pymes. Joint Ventures.*

Se trata de un régimen específico en el cual una Pyme ya registrada y calificada en el Fondo Fiduciario (FF) conforma un consorcio de empresas con la finalidad de:

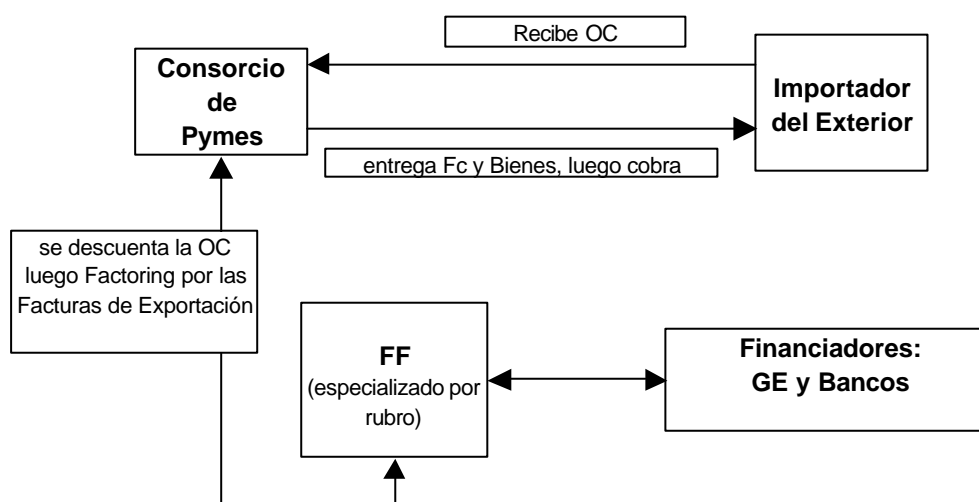
- a) comprar insumos, materiales o bienes intermedios;
 - b) bienes de capital
 - c) ó participar en grandes licitaciones nacionales e internacionales públicas o privadas.
 - d) Vender en el mercado interno o externo.
- El FF arma el consorcio de empresas en función de las características del negocio.
 - El FF se presenta en las licitaciones en nombre del consorcio de empresas Pymes. También puede vender en nombre del consorcio y también comprar por su cuenta y nombre. En este último caso se distinguen los clubes de compra para redes y franquicias y también los de mejora de precios.
 - Puede operar en el país o en el exterior, sea importando o exportando.
 - Para el caso de venta del consorcio, el FF garantizará a los proveedores locales del capital de trabajo que sean Pymes la operación efectuada al Consorcio.
 - Para el caso de compra del consorcio el FF garantizará la operación en el caso de que el proveedor del bien sea local o al banco corresponsal si se tratase de una importación.
 - El FF percibe una contraprestación por los servicios equivalente al 5% de las operaciones que son cubiertas por el consorcio de Pymes y que se aplican al funcionamiento operativo.
 - El FF recibe aportes de empresas y bancos con el régimen de pago a cuenta de impuestos mencionado en el caso b).
 - Los FF constituidos como regla se liquidan a los 30 años, destinándose un 60% de su patrimonio de afectación al Estado considerando que éste posibilitó que las empresas aportantes tomaran Créditos Fiscales a cuenta de impuestos y deducciones, y el remanente (40%) entre las empresas tenedoras de las cuotas partes del FF.
 - El Estado no participará de la administración del fondo ni será considerado fiduciante, sin perjuicio que sea beneficiario del mismo.

Esquema Simplificado



Caso f). Exportación Pymes.

- Las Pymes reciben una Orden de compra OC del exterior para realizar exportación.
- Dan cuenta al FF de las OC con la finalidad de obtener un crédito por recomposición del capital de trabajo. El FF podrá tener especificidad en relación a los productos exportados.
- El FF entrega fondos hasta el 75% del valor de la OC a una tasa equivalente a la mitad de la que cobra el BNA para líneas similares, previa evaluación del cliente del exterior.
- La pyme perfecciona la exportación entregando los bienes al cliente del exterior.
- Con la aceptación de la factura de venta y el despacho de la mercadería se factorea la operación y se cancela el crédito otorgado anteriormente por el FF a la pyme.
- El FF logra los fondos por el mecanismo de GE ó Bancos comentado en los casos b) ó c).
- Los FF constituidos como regla se liquidan a los 30 años, destinándose un 60% de su patrimonio de afectación al Estado considerando que éste posibilitó que las empresas aportantes tomaran Créditos Fiscales a cuenta de impuestos y deducciones, y el remanente (40%) entre las empresas tenedoras de las cuotas partes del FF.
- El Estado no participará de la administración del fondo ni será considerado fiduciante, sin perjuicio que sea beneficiario del mismo.

Esquema**REFERENCIAS**

Ley 24.467 Régimen Pyme.

Ley 25.300 Fomento para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa.

Ley 24.441 Título I: Fideicomiso.

Trabajo sobre Fideicomiso preparado por los Dres. Osvaldo H. Soler, Enrique D. Carrica, Ernesto Nieto Blanc y José A. Moreno Gurrea utilizado para el punto IIa) del presente.

Páginas web españolas, italianas, mexicanas y americanas.

José M. Porto, Alternativas de Financiación e Inversión, Editorial Osmar Buyatti