

# Fideicomiso como herramienta financiera

Trabajo de Investigación

POR

Ivana Terranova

DIRECTOR:

Prof. Alejandro Bartolomeo



UNIVERSIDAD NACIONAL DE CUYO  
**Facultad de Ciencias Económicas**

M e n d o z a

2011

# Índice

<b>Introducción</b>	<b>1</b>
<hr/>	
<b>Primera Parte: Marco Teórico</b>	
<b>Capítulo I</b>	
<b>Fideicomiso ordinario</b>	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
<hr/>	
<b>A. CONCEPTOS Y DEFINICIONES</b>	<b>2</b>
<b>B. TIPOS DE FIDEICOMISOS</b>	<b>5</b>
1. Fideicomiso de administración	5
2. Fideicomiso de inversión	6
3. Fideicomiso traslativo de la propiedad o de dominio	7
4. Fideicomiso de garantía	8
5. Fideicomiso de seguros	9
6. Fideicomiso inmobiliario	10
7. Fideicomiso testamentario	11
8. Fideicomiso financiero	12
9. Fideicomisos mixtos	13
<b>Capítulo II</b>	
<b>Fideicomiso financiero</b>	<b>14</b>
<hr/>	
<b>A. FIDEICOMISO FINANCIERO. DEFINICIÓN Y ASPECTOS GENERALES</b>	<b>14</b>
<b>B. FIDUCIARIOS FINANCIEROS</b>	<b>15</b>
<b>C. LOS BENEFICIARIOS FINANCIEROS</b>	<b>16</b>
<b>D. ADMINISTRACIÓN DEL FIDEICOMISO FINANCIERO</b>	<b>17</b>
<b>E. CLASIFICACIÓN DE FIDEICOMISO FINANCIERO</b>	<b>17</b>
<b>F. LA SECURITIZACIÓN</b>	<b>19</b>
<b>G. LA SECURITIZACIÓN EN LA ARGENTINA</b>	<b>21</b>
<b>H. TIPOS DE TÍTULOS VALORES</b>	<b>23</b>
1. Valor representativo de deuda	23
2. Certificado de participación	24
<b>I. MERCADO DE CAPITAL</b>	<b>25</b>
<b>J. ALGUNAS DESVENTAJAS DEL FIDEICOMISO</b>	<b>25</b>
<b>Segunda Parte: Casos prácticos</b>	
<b>Capítulo III</b>	
<b>Aplicación de casos prácticos de fideicomisos financieros</b>	<b>27</b>
<hr/>	
<b>A. PRIMER EJEMPLO: FIDEICOMISO FINANCIERO GARBARINO 69</b>	<b>27</b>

<b>1. Participantes</b>	<b>28</b>
<b>a) Fiduciantes y administradores: Garbarino SAICeI y Compumundo SA</b>	<b>28</b>
<b>b) Fiduciario: Banco de Valores SA</b>	<b>28</b>
<b>c) Organizadores y colocadores: Banco de Valores SA, Banco Santander Río. SA y Banco de Galicia y Buenos Aires SA</b>	<b>29</b>
<b>d) Calificadora de riesgo: <i>Standard &amp; Poors International Ratings LLC</i> sucursal Argentina</b>	<b>29</b>
<b>e) Asesores legales: Nicholson y Cano abogados</b>	<b>29</b>
<b>f) Asesores financieros, agente de revisión y control: Deloitte &amp; Touche Corporate Finance SA</b>	<b>29</b>
<b>2. Bienes fideicomitidos</b>	<b>30</b>
<b>3. Período de colocación y liquidación</b>	<b>30</b>
<b>B. SEGUNDO EJEMPLO: FIDEICOMISO FINANCIERO <i>METRO</i></b>	<b>38</b>
<b>Conclusiones</b>	<b>50</b>
<hr/>	
<b>Bibliografía</b>	<b>51</b>
<hr/>	

# Introducción

A lo largo del presente trabajo de investigación nos dedicaremos a estudiar el fideicomiso como herramienta financiera y visualizaremos sus características como alternativa de financiamiento, destacando las ventajas y desventajas que trae aparejada su aplicación.

En primer lugar haremos una introducción teórica del contrato de fideicomiso en general, para luego insertarnos directamente en el uso de éste como herramienta financiera.

Luego presentaremos dos casos prácticos específicamente de fideicomisos financieros, uno de ellos básicamente clásico, para poder comprender su utilización regular y otro algo más extremo, para visualizar la inmensidad de campos en que este contrato puede ser aplicado.

Finalmente expondremos las conclusiones del tema investigado a lo largo de este trabajo, tratando de exponer claramente las ventajas y desventajas de este contrato.

## CAPÍTULO I

# FIDEICOMISO ORDINARIO

### A. Conceptos y definiciones

La ley 24.441, sancionada el 22 de diciembre de 1994 y promulgada el 9 de enero de 1995, contempla dos tipos de fideicomisos:

- a) Fideicomiso ordinario o común, tratado en los artículos 1° al 18°.
- b) Fideicomiso financiero tratado en los artículos 19° a 24°.

Por su parte, los artículos 25° y 26° regulan la extinción del fideicomiso, siendo común en ambos.

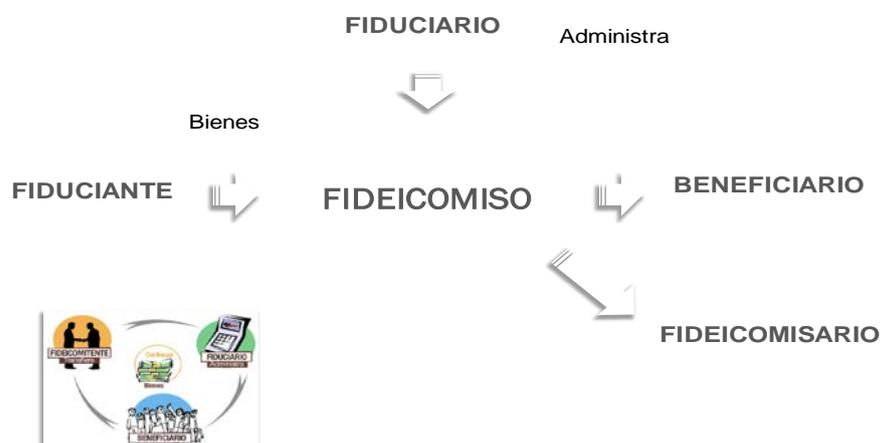
Analizaremos el ART. 1° de la ley de fideicomiso.

*"Habrá fideicomiso ordinario cuando, una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario".<sup>1</sup>*

---

<sup>1</sup> ARGENTINA, Ley 24.441.Fideicomiso. Sancionada 22/12/94 y promulgada 09/01/95.

Figura 1  
Fideicomiso ordinario



Fuente: Elaboración propia.

Art. 19 “El fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos”.<sup>2</sup>

Los sujetos que aparecen en este contrato son:

- ❖ “**FIDUCIANTE O FIDEICOMITENTE O CONSTITUYENTE O CEDENTE.** Es quien transmite los bienes en fideicomiso y estipula las condiciones del contrato”<sup>3</sup>. A modo de ejemplo, podemos decir que es el sujeto "A" poseedor de determinados bienes y que transmite la propiedad de ellos para que otro sujeto "B", los administre según condiciones estipuladas por él.
- ❖ “**FIDUCIARIO O FIDEICOMITIDO.** Es quien los recibe en carácter de propiedad fiduciaria con obligación de dar a los bienes el destino previsto en el contrato”<sup>4</sup>. Siguiendo con el ejemplo decimos que: es el sujeto "B", quien recibe los bienes

<sup>2</sup> **Ibíd.** Art. 19

<sup>3</sup> BARBOZA, Karina. **Fideicomiso**, en [www.monografias.com/trabajos14/fideicomiso/fideicomiso.shtml](http://www.monografias.com/trabajos14/fideicomiso/fideicomiso.shtml) . (Argentina, abril, 2011].

<sup>4</sup> **Ibíd.**

para administrarlos en favor de otro sujeto "C" (beneficiario), según las condiciones estipuladas por "A".

- ❖ *“BENEFICIARIO. Es quien recibe los beneficios de la administración fiduciaria”<sup>5</sup>.* Es el sujeto "C", quien recibe los beneficios de la administración del fideicomiso hasta la extinción del contrato.
- ❖ *“FIDEICOMISARIO. Es el destinatario final de los bienes una vez cumplido el plazo o condición estipulada en el contrato. En general, beneficiario y fideicomisario son la misma persona”<sup>6</sup>.* Este sujeto "D", es quien recibe los bienes que se cedieron al contrato, una vez finalizado el mismo.

*“HAY TRES ELEMENTOS IMPORTANTES. Uno es el contrato de fideicomiso, el segundo es la transferencia de la propiedad de un bien y el tercero es el mandato de confianza.*

*El fideicomiso es un contrato consensual, es decir que para producir sus efectos desde que las partes manifiestan su consentimiento. No es un contrato real, pues no depende su existencia de que se haga efectiva la transferencia de la propiedad. La sola manifestación de la voluntad es lo que perfecciona el contrato”* *El fideicomiso no constituye un fin en si mismo, sino que es un vehículo apto para dotar mayor seguridad jurídica a un determinado negocio”<sup>7</sup>.*

El adquirente, es el receptor de ciertos bienes, los cuales se mantienen separados del patrimonio de los demás sujetos que participan en el negocio e inclusive del suyo propio. La propiedad de los bienes por parte del fiduciario carece de contenido económico, pues éste le pertenece al beneficiario durante la vida del contrato o bien al fideicomisario una vez terminado el mismo.

*“Con respecto al fideicomiso financiero, posee las mismas bases que el fideicomiso ordinario, pero con dos características propias:*

- a) *El fiduciario debe ser una entidad financiera o bien una sociedad autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para actuar como fiduciario financiero.*

---

<sup>5</sup> *Ibidem.*

<sup>6</sup> *Ibidem.*

<sup>7</sup> SOLER, Osvaldo H. y Asociados. **Fideicomiso**, <http://www.soler.com.ar/especiales/fid002.htm>. (Buenos Aires, febrero. 2000)

b) *Los beneficiarios, son los titulares de certificados de participación o títulos representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados*.<sup>8</sup>

*“Si ningún beneficiario aceptare, todos renunciaren o no llegaren a existir, se entenderá que el beneficiario es el fideicomisario. Si tampoco el fideicomisario llegara a existir, renunciare o no aceptare, el beneficiario será el fiduciante.”*<sup>9</sup>

## B. Tipos de fideicomisos

Los fideicomisos tienen una innumerable clasificación, ya que pueden ser utilizados en diversos tipos de negocio, siempre que respeten el campo de lo lícito.

Por lo tanto, a continuación enunciaremos en una clasificación tradicional según Karina Barboza donde se basa en el objeto.

### 1. Fideicomiso de administración

*“Este fideicomiso se crea con el fin de que el fiduciario se encargue de administrar los bienes fideicomitados, transfiriendo los frutos y rentas resultantes al beneficiario.*

*Esto puede tratarse por razones de edad, de ocupación o de comodidad del fideicomitente. Este tipo de fideicomiso suele ser empleado para administrar los bienes de una persona menor o incapaz.”*<sup>10</sup>

Por ejemplo, un padre de familia propietario de un inmueble utilizado para alquiler de vivienda, decide transmitir la propiedad fiduciaria de dicho bien, nombrando como beneficiarios a su hijo, el cual recibiría la renta del mismo (el dinero cobrado por el alquiler) hasta que finalice el contrato. Esto puede haberse creado por varias razones, como por ejemplo, porque el padre puede ser incapaz de administrar dicho inmueble.

---

<sup>8</sup> DE LA FUENTE, Gabriel. **Fideicomisos**, en [www.econ.uba.ar](http://www.econ.uba.ar). (Argentina, Junio, 2007).

<sup>9</sup> ARGENTINA, Ley 24.441, **op. cit.**, Art. 2,

<sup>10</sup> BARBOZA, Karina. **Otros conceptos y herramientas de contabilidad y finanzas**, en <http://www.gestipolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin1/fideikarina.htm>, (Argentina, Abril, 2004)

## 2. Fideicomiso de inversión

“Se trata de una modalidad del fideicomiso de administración. Con él, se procura un rendimiento de los bienes que se optimiza por el manejo profesional que realiza el banco.

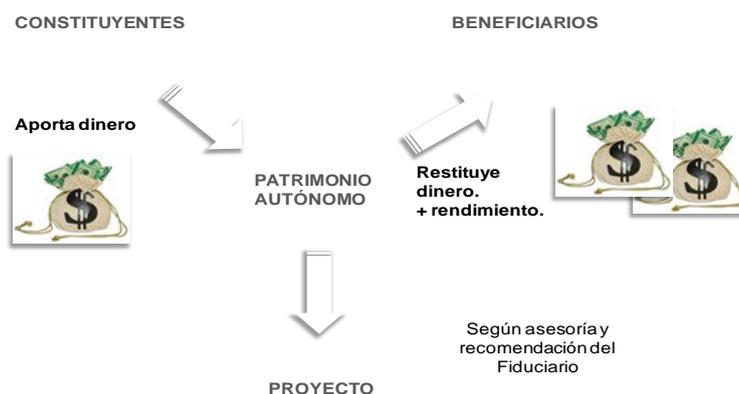
*Es decir, el fiduciante concede préstamos para fines determinados, como puede ser la inversión en títulos valores o bien en préstamos, teniendo como fin el cumplimiento de un objetivo determinado.”<sup>11</sup>*

Por ejemplo: un grupo de personas aporta recursos financieros al fideicomiso con un conjunto de instrucciones claras y/o parámetros a que debe acogerse para realizar las inversiones, como por ejemplo: ubicación geográfica donde se debe invertir (interna y externamente), grupo económico en el cuál se debe invertir, institución, tipo de inversión, etc.

Una vez cumplida con la finalidad de las inversiones, estos dineros más el rendimiento deben ser restituidos a las personas que aportaron el dinero al fideicomiso.

La fiduciaria se encarga de cumplir esas instrucciones, brindando como ventajas: Asesoría de expertos y aislamiento patrimonial.

*Figura 2*  
*Fideicomiso de inversión*



Fuente: Elaboración propia

<sup>11</sup> *Ibidem.*

La creación de este tipo de fideicomiso, sería como una forma alternativa de generar dinero para el fiduciante, constituyendo a la vez con un determinado proyecto. Básicamente podríamos decir que es como un "proyecto de inversión". El fiduciante aporta capital para la realización de proyecto determinado, en beneficio del fideicomisario o bien del beneficiario, pero bien una vez finalizado el proyecto debe restituirse al fiduciante el dinero aportado al fideicomiso más el rendimiento pactado en el contrato.

En nuestra opinión es una forma productiva de generar dinero para el fiduciante, ya que comparado por ejemplo con inmovilizar el dinero en un plazo fijo para que solo con el transcurso del tiempo se genere un determinado rendimiento, esta forma de fideicomiso permite invertir el dinero generando un valor agregado con la realización de un proyecto y así generar beneficios para las personas involucradas en el contrato.

### 3. Fideicomiso traslativo de la propiedad o de dominio

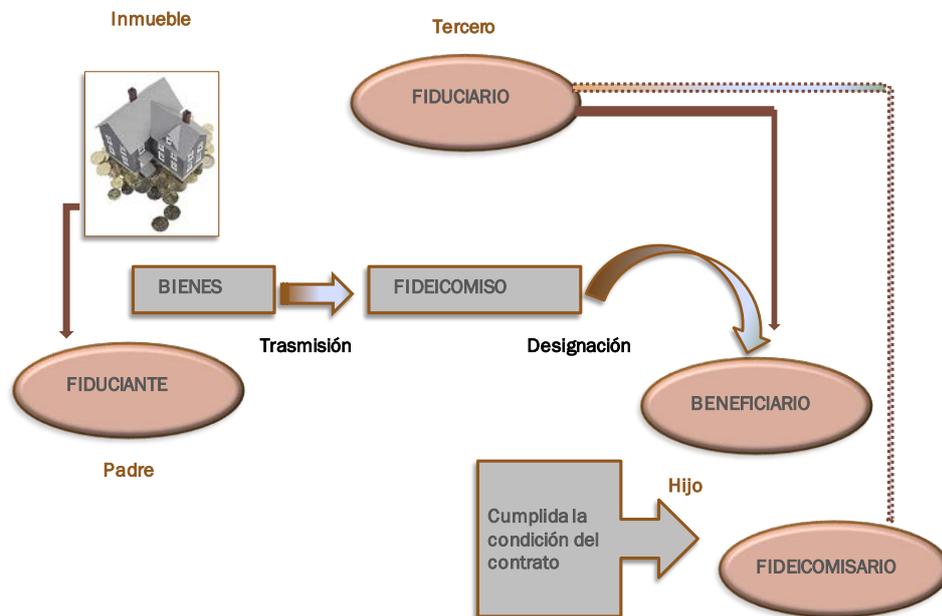
*“Este tipo de fideicomiso tiene como objetivo producir la transmisión definitiva del bien a favor del fideicomisario al cumplirse la condición del contrato. Este tipo de contrato suele ser muy usado por ejemplo cuando un padre busca transmitir la propiedad de un inmueble a su hijo menor de edad. Por lo tanto el padre transfiere el inmueble en propiedad fiduciaria de un tercero, y éste se obliga a entregarlo al hijo una vez cumplida la mayoría de edad.”<sup>12</sup>*

Según lo que podemos observar en este tipo de fideicomiso, consideramos que es una atractiva forma de administrar un inmueble. Continuando con el ejemplo propuesto, la realización de este contrato, impediría a acreedores del padre que atenten contra dicho inmueble, manteniéndolo protegido de posibles acciones que pudieran llegar a causar la pérdida del mismo. Lo enunciado anteriormente es la ventaja principal que trae aparejada la constitución del fideicomiso.

---

<sup>12</sup> **Ibídem.**

Figura 3  
Traslato de la propiedad o dominio



Fuente: Elaboración propia.

#### 4. Fideicomiso de garantía

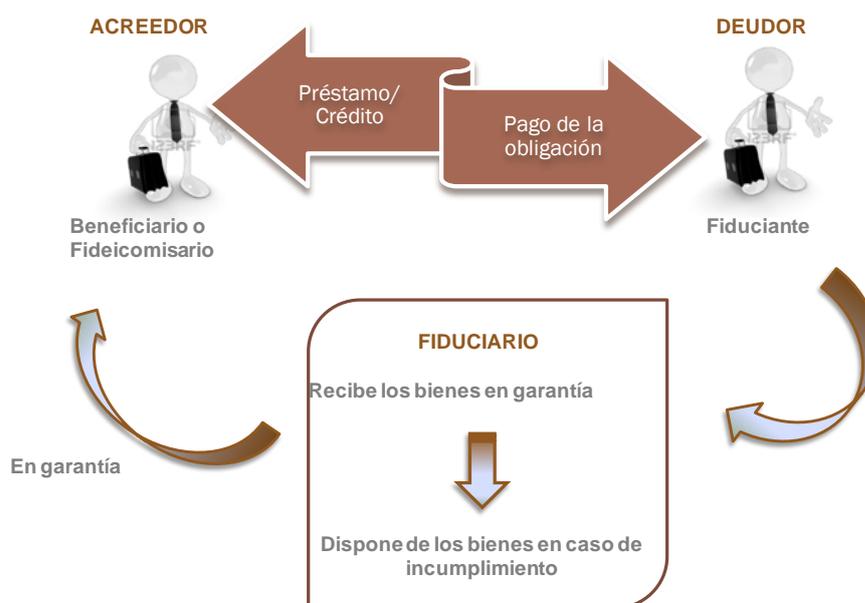
*“Puede reemplazar con ventajas a la hipoteca y a la prenda. Para ello, el fiduciante transmite un bien (una cosa inmueble o mueble) en propiedad fiduciaria, garantizando una obligación que mantiene a favor de un tercero, con instrucciones de que, no pagada la misma a su vencimiento, el fiduciario procederá a disponer de la cosa y con su producido neto desinteresa al acreedor y el remanente líquido que resta, lo reintegra al fiduciante. En el contrato de fideicomiso se adoptarán todas las previsiones necesarias, incluyendo la forma de acreditar la mora del fiduciante deudor con su acreedor, beneficiario de la garantía.*

*Como ventaja, de este modo, se evitaban los trámites de ejecución judicial, con la rapidez y economía que ello supone. Evita que el acreedor deba someterse al procedimiento de subastar los bienes, lo cual, además podría favorecer al deudor, ya que en los remates puede someterse a peores condiciones de venta.*

*Otra ventaja es que el bien fideicomitado queda fuera de la acción de los otros acreedores del fiduciante y de los que los sean del fiduciario, ya que constituye un patrimonio separado. Queda fuera también del concurso de*

*cualquiera de ellos, evitándose todo trámite de verificación (salvo la acción de fraude que se haya cometido respecto de los acreedores del fiduciante).<sup>13</sup>*

**Figura 4**  
**Fideicomiso de garantía**



Fuente: Elaboración propia.

## 5. Fideicomiso de seguros

*“El fiduciante transfiere en propiedad fiduciaria la indemnización o capital provenientes de un contrato de seguro a otra persona (fiduciario), para que éste administre según lo acordado en el contrato de fideicomiso.*

*Como podría pasar con 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, puede 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*

<sup>13</sup> **Ibídem.**

seguro, la que puede evitarse por vía de un fideicomiso debidamente constituido.”<sup>14</sup>

“El asegurado nombra como beneficiario a un banco u otra entidad financiera de su confianza y 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 aquel en cumplimiento de los fines instruidos (inversiones a efectuar, beneficiarios de las rentas, destino final de los bienes, etc.).

Se trata de una modalidad 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.”<sup>15</sup>

Figura 5 Fideicomiso de seguros



Fuente: Elaboración propia.

## 6. Fideicomiso inmobiliario

“Este es el caso en que el fiduciario recibe del fiduciante un inmueble con el fin de administrarlo o desarrollar un proyecto de construcción y venta de las unidades construidas.”<sup>16</sup>

Barboza Karina, brinda un ejemplo referido a la construcción de un edificio con unidades a distribuir entre quienes resulten adjudicatarios bajo el régimen de propiedad horizontal. Confluyen en el negocio intereses diversos, como entidades

<sup>14</sup> **Ibíd.**

<sup>15</sup> PEREZ MUNIZAGA, Marta y VERÓN, Carmen Stella, XIII Congreso Nacional de Profesionales en Ciencias Económicas, ( Argentina, Octubre, 2000)

<sup>16</sup> BARBOZA, Karina. **Otros conceptos y herramientas de contabilidad y finanzas. op.cit.**

que conceden 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, etc. Según Barboza, 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.

*Figura 6*  
*Fideicomiso inmobiliario*



Fuente: Elaboración propia

## 7. Fideicomiso testamentario

*“Es aquella disposición de última voluntad por la cual una persona (testado o fiduciante) dispone la transmisión de una parte de su patrimonio o de un bien determinado, al fiduciario quien se obliga a ejercer la administración de los bienes en beneficio de quien se designa en el testamento y a transmitirla una vez finalizado el plazo o condición al fideicomisario o beneficiario.*

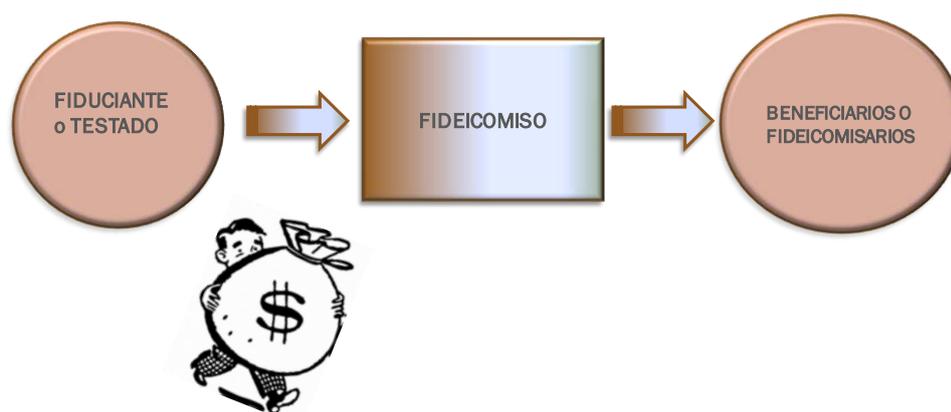
*Este tipo de fideicomiso puede constituirse por contrato o testamento, y solo podrá ser hecho sobre bienes determinados.*

*Es recomendable para quienes tienen inversiones en acciones, participaciones en empresas y depósitos en efectivo, las cuales hacen que el monto de los activos fluctúen y cuando sus herederos no estén en actitud para*

*cumplir con la responsabilidad administrativa para poder conservar y aumentar el patrimonio invertido.*

*Una vez constituido el fideicomiso testamentario, es el fallecimiento del fideicomitente el que produce la ejecución del contrato.”<sup>17</sup>*

Figura 7  
Fideicomiso testamentario



Fuente: Elaboración propia

## 8. Fideicomiso financiero

Este tipo de fideicomiso se analizará en profundidad a lo largo del presente trabajo. Presentamos a continuación una breve descripción.

*“La Comisión Nacional de Valores aprobó el primer fideicomiso financiero el 07 de diciembre de 1995. Permiten tomar diversos tipos de derechos crediticios como un activo subyacente con la finalidad de posibilitar la titularización (securitización) emitiendo sobre la base de dichos activos subyacentes, títulos de deuda y/o certificados de participación que son adquiridos por inversores.”<sup>18</sup>*

*“El fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para actuar como fiduciario financiero; los beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda, garantizados con los bienes así transmitidos.*

<sup>17</sup> MERIDA, Yucatán. **Fideicomiso testamentario y sucesión fiduciaria**, en [www.jurtotal.com/centro-info/estudios/fideicomiso.ppt](http://www.jurtotal.com/centro-info/estudios/fideicomiso.ppt) (Argentina, Marzo, 2007)

<sup>18</sup> BARBOZA, Karina. **Otros conceptos y herramientas de contabilidad y finanzas**. op cit.

*Los certificados de participación y los títulos de deuda podrán ser objeto de oferta pública.*<sup>19</sup>

## 9. Fideicomisos mixtos

No tiene una característica en particular, sino que presenta dos a más finalidades típicas de las clases de fideicomisos antes enunciados.

---

<sup>19</sup> ARGENTINA, Ley 24.441, **op. cit.**, Art 19

## CAPÍTULO II

# FIDEICOMISO FINANCIERO

### A. Fideicomiso financiero. Definición y aspectos generales

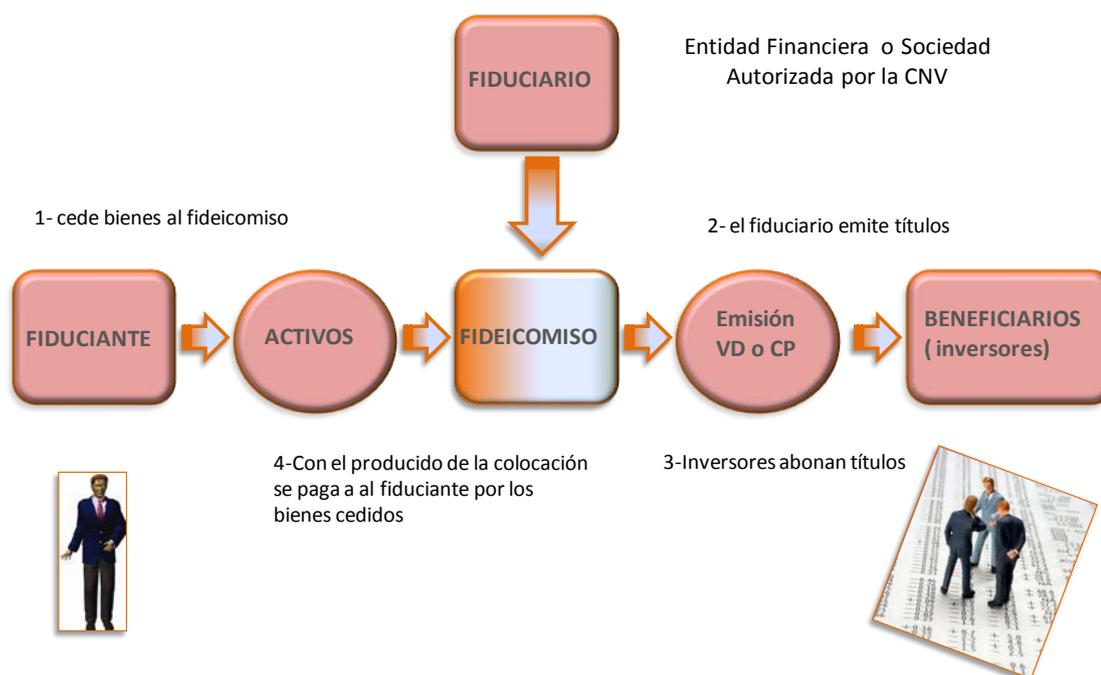
Recordando la definición del Capítulo I y según el artículo 19º de la ley 24.441, *"el fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, los beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos"*.<sup>20</sup>

Gráficamente lo podemos representar de la siguiente manera:

---

<sup>20</sup> ARGENTINA, Ley 24.441, **op. cit.**, art. 19,

**Figura 8**  
**Fideicomiso financiero**



Fuente: Elaboración propia

El fideicomiso financiero, según la ley, se encuentra sujeto a todas las reglas aplicables al fideicomiso general con las modificaciones específicas que se establecen a su respecto.

Por ejemplo, una característica esencial del fideicomiso financiero que hace referencia la ley 24.441 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.

La Comisión Nacional de Valores es la autoridad de aplicación respecto del fideicomiso financiero, estando a su cargo dictar las normas reglamentarias pertinentes.

## **B. Fiduciarios financieros**

*“Solo pueden ser fiduciarios financieros las entidades financieras autorizadas a actuar como tales o bien las sociedades especialmente autorizadas*

*por la Comisión Nacional de Valores. En el caso que interviniera una persona que no reúna estas características, tornaría inválido el fideicomiso.*<sup>21</sup>

Este sujeto, es quien recibe y administra los créditos que respaldan la emisión de los títulos a favor del beneficiario conforme a la finalidad del fideicomiso.

En cuanto a las limitaciones a las vinculaciones societarias que puedan existir entre el fiduciario y el fiduciante, se dice 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 limitación mantener la independencia entre fiduciario y fiduciante a fin de no desdibujar la estructura básica 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.*<sup>22</sup>

### c. Los beneficiarios financieros

*"Los beneficiarios son los inversores o ahorristas que adquieren los títulos valores respaldados por los activos transmitidos en el fideicomiso. Nótese que los beneficiarios sólo serán determinables en el momento en que ejerzan sus derechos incorporados a los títulos valores que se emitan, en razón de la naturaleza eminentemente 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.*

*Cabe aclarar que el fideicomisario puede ser el fiduciante, el beneficiario o un tercero, no puede ser el fiduciario.*<sup>23</sup>

---

<sup>21</sup> SOLER, Osvaldo H. y Asociados, **FIDEICOMISO**. *op. cit.*

<sup>22</sup> **Ibídem**

<sup>23</sup> SOLER, Osvaldo H., CARRICA, Enrique D., NIETO BLANC, Ernesto y MORENO GURREA José A., **Fideicomiso Financiero**, en [http://www.elnotariado.com/ver\\_noticia.asp?id\\_noticia=1921](http://www.elnotariado.com/ver_noticia.asp?id_noticia=1921). (Argentina, Abril,

## D. Administración del fideicomiso financiero

*“En general, la administración del FF es realizada por el Fiduciario designado en el contrato, existiendo la posibilidad de subcontratar dicha gestión.”<sup>24</sup>*

*“El fiduciario tiene el compromiso primordial de gestionar y cumplir el cometido del fideicomiso encontrándose obligado a actuar con "la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él".”<sup>25</sup>*

*“No pudiendo ser dispensado contractualmente de la obligación de rendir cuentas, ni de la culpa o dolo en que pudiere incurrir él o sus dependientes, ni de la prohibición de adquirir para sí los bienes fideicomitados.”<sup>26</sup>*

## E. Clasificación de fideicomiso financiero

Anteriormente clasificamos los tipos de fideicomisos, entre los cuales se encontraba el fideicomiso financiero, a la vez, existe una sub-clasificación, la cual expondremos a continuación. Soler, enumera tres tipos:

- ❖ *“TITULARIZACIONES/ SECURITIZACIONES. Flujos constituidos por derechos crediticios. Una característica propia es la existencia de distintas clases subordinadas, con el objeto de generar distintos niveles de riesgo para cada una.*
- ❖ *FONDOS DE INVERSIÓN DIRECTA. Flujos de fondos que se generan por el desarrollo y posterior venta de un proyecto económico. No tiene diversificación, por lo cual está relacionado con el éxito o el fracaso del proyecto.*
- ❖ *ESTRUCTURADOS. Están constituidos por productos financieros, como bonos y acciones. Según los instrumentos seleccionados el fideicomiso tiene una calificación asociada a los activos que lo integren.*

*Este tipo de contrato, tiene como objetivo la obtención de financiamiento a través del mercado de capitales a menos costo que las alternativas tradicionales y*

---

2005).

<sup>24</sup> ARGENTINA, COMISION NACIONAL DE VALORES, **Normas de la CNV**, Capítulo XV, Art. 6, Inc. d

<sup>25</sup> ARGENTINA, Ley 24.441, **op. cit.**, Art. 6

*fuera del balance (OFF BALANCE SHEET), ya que los activos son transferidos a un patrimonio ajeno.*<sup>27</sup>

Entonces podemos decir que una de las ventajas principales de este tipo de financiamiento, es que este patrimonio fideicomitado permanece inatacable por las acciones de los acreedores del fiduciante y del fiduciario, minimizando así el riesgo de la operación. Entonces, ante la quiebra del fideicomiso, la responsabilidad de estos dos personajes solo alcanzará a los bienes fideicomitados, y nunca pondrán en peligro el resto de su patrimonio.

Los objetivos que podríamos alcanzar enumerados por Karina Barboza a través de la realización de un fideicomiso financiero, son los siguientes:<sup>28</sup>

*-“Otorgar mayor liquidez. Al convertir los activos inmovilizados en títulos negociables en el mercado de capitales, la empresa tiene mayor liquidez.*

*-Cuando se transmiten los bienes al fideicomiso, permite que las entidades financieras tengan capacidad prestable, disminuyendo el riesgo de iliquidez, y estimulando el crédito a largo plazo.*

*-Disminuye el costo de endeudamiento, comparado con otras alternativas. Esto es así debido a que la empresa obtiene una mejor calificación de riesgo, que la empresa originante. Entonces a menor riesgo, menor es la tasa de endeudamiento. Es por ello que se puede endeudar con condiciones más ventajosas. Debemos tener en cuenta que esto depende del tipo de activo*

*-Permite obtener financiamiento sin contraer deudas como contrapartida (por ejemplo préstamos). Como sabemos el fideicomiso financiero es una fuente de financiamiento "fuera del balance" (off-balance sheet), es decir no se registra pasivo alguno en el balance.*

*-Permite obtener financiamiento a empresas que de otro modo no podrían acceder al mismo por tener en el balance una relación deuda - patrimonio en un nivel no adecuado para el otorgamiento de un préstamo. Es decir aumenta la rentabilidad de la empresa, son los mismos activos de la empresa que se obtienen a un determinado costo los que usan como fondeo, no se aumenta el capital, ni la deuda.*

---

<sup>26</sup> **Ibíd**em, Art 7

<sup>27</sup> SOLER, Osvaldo H. y Asociados. **FIDEICOMISO. op. cit.**

<sup>28</sup> BARZOZA, Karina, **Fideicomiso. op. cit.**

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

*-Los valores fiduciarios emitidos en el marco de un fideicomiso financiero que cuenten con autorización de oferta pública pueden obtener beneficios impositivos.”*

## F. La securitización

*“La securitización es una transformación de activos ilíquidos en títulos valores negociables. Consiste en reunir y reagrupar un conjunto de activos crediticios (hipotecas, pagares, cheques, tarjetas de crédito, etc.), con el objeto de que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones para ser colocadas entre inversores.*

*Los créditos de esos activos quedan incorporados a los títulos que, a su vez, están garantizados por los activos subyacentes. Estos títulos valores son, por definición, negociables en un mercado secundario.<sup>29</sup>*

*“Securitizar” una obligación es representarla con un título. Nótese que no toda técnica de financiamiento mediante títulos valores conlleva la característica de transformar activos inmovilizados en activos líquidos. Tal es el caso, por ejemplo, de las obligaciones negociables, ya que en 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 particulares características.*

*El fenómeno de la globalización a nivel mundial ha creado el escenario propicio para el desarrollo de la securitización, al incorporar nuevos instrumentos en las economías de cada país. La securitización, como herramienta que trasciende las fronteras, impulsa el crecimiento del mercado de capitales al*

---

<sup>29</sup> DE LA FUENTE, Gabriel, **Securitización o titularización**, [en www.econ.uba.ar](http://www.econ.uba.ar) (Buenos Aires, UBA-FCE, s.f.).

*transformarse en una alternativa más barata para acceder a los recursos financieros.”<sup>30</sup>*

*“Esta alternativa de financiamiento viene a modificar sustancialmente el sistema tradicional de financiación en el que las entidades financieras intermediaban en la oferta y demanda de dinero, profundizándose la tendencia actual a la desintermediación, ya que la securitización pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero. En este mercado, el banco media pero no asume el riesgo crediticio ya que la contingencia queda en cabeza del tenedor final del título.*

*En este nuevo escenario la banca de inversión viene a desplazar a la banca comercial tradicional, quedando reservada a la banca minorista la actividad orientada al otorgamiento de créditos personales o de consumo.*

*En este marco, es posible la especialización de la banca minorista, optando unas entidades por operar preferentemente como entidad depositaria, en tanto las otras por especializarse en la actividad prestamista. Así, las primeras reciben depósitos y los invierten en títulos valores respaldados por los préstamos otorgados por las segundas.*

*El proceso de sustitución de activos ilíquidos por activos disponibles coloca a quien inicia el proceso de securitización (el que arma el paquete de activos crediticios) en una mejor situación financiera al darle un valor de mercado a créditos que antes no lo tenían, al posibilitar que activos no endosables sean transmisibles en el mercado secundario, y si se tratase de una entidad regida por la ley de entidades financieras, le proporciona la ventaja de mejorar la ecuación de patrimonio técnico por los activos calificados por su nivel de riesgo, conforme con las Normas de Basilea de aplicación obligatoria, pues un mayor nivel de riesgo de esos activos se corresponde con una mayor exigencia patrimonial. A través de la securitización la entidad financiera elimina de su activo los créditos titulizados incrementando su capacidad de otorgamiento de nuevos créditos.*

*En nuestro país los vehículos utilizados para destinarlos a la securitización son el fideicomiso financiero y los fondos comunes de inversión, a los cuales suele*

---

<sup>30</sup> MACKEPRANG, Horacio C. Consejo profesional de ciencias económicas de la ciudad autónoma de Buenos Aires- El proceso de Titulación, en [http://www.consejo.org.ar/coltec/mackeprang\\_1106.htm](http://www.consejo.org.ar/coltec/mackeprang_1106.htm), (Buenos Aires, Junio,2002)

*agregarse a las sociedades de objeto específico. Estas últimas, sin embargo, en sí mismas no producen el efecto de separar el activo cedido del suyo propio, debiendo apelar, entonces, para crear un patrimonio separado del suyo que aísle el riesgo crediticio, al fideicomiso financiero o a la constitución de fondos comunes de inversión.”<sup>31</sup>*

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

Podemos decir entonces que el fideicomiso financiero sirve para llevar a cabo el proceso de "securitización o titulización de créditos", donde el titular de los activos crediticios (el fideicomiso financiero) los utiliza como respaldo de la emisión de títulos que le faciliten la obtención de fondos líquidos. Esta técnica de financiación consiste en una herramienta por la cual se pueden transformar activos inmovilizados e ilíquidos en instrumentos financieros negociables.

## **g. La securitización en la Argentina**

*“En respuesta a la inserción de nuestro país en el mundo globalizado y con el propósito de facilitar financiamiento a la actividad productiva, disminuyendo costos del crédito y alargando los plazos de amortización, se introdujo la securitización en la legislación para ser aplicada a un proceso de movilización de créditos que abastezca al mercado de capitales y, a través de él, al proceso productivo. La tendencia a la securitización en la Argentina reconoce su origen en el año 1991, cuando a nivel oficial se planteó la urgencia de actuar sobre el mercado de capitales impulsando su crecimiento, lo que trajo aparejado, simultáneamente, la necesidad de adecuar la legislación nacional con el objeto de definir las formas jurídicas y condiciones formales que hicieren viable una estructura financiera de este tipo.*

---

<sup>31</sup> SOLER, Osvaldo H. y Asociados, **La Securitización**, en <http://www.soler.com.ar/especiales/fit012.htm>, (Buenos Aires, Febrero., 2000).

*Los obstáculos que debieron sortearse para implementar el instituto de la securitización para hacerlo factible prácticamente estaban instalados básicamente en nuestro régimen jurídico sustantivo y en nuestro sistema tributario.*

*Desde el punto de vista del régimen jurídico común encontramos claras disposiciones en el Código Civil (art. 1459) en punto a la transmisión de los créditos, con excepción de los títulos valores, que exige la notificación al deudor cedido o la aceptación de la transferencia por parte de éste para que el cesionario pueda oponer frente a terceros los derechos recibidos por la cesión. A ello se agrega la previsión del art. 1474 del mismo código respecto a la posibilidad de que el deudor cedido opusiera al cesionario las excepciones que pudiere hacer valer contra el cedente, con la sola excepción de la compensación. La ley 24.441 de fideicomiso incorpora (art. 70, 71 y 72) excepciones en favor de la titulización con el fin de soslayar los obstáculos señalados.*

*Éstas son sólo algunas trabas que debieron sortearse en lo atinente al régimen jurídico sustantivo, a las cuales se agregaron las de carácter tributario, que el legislador pretendió neutralizar mediante el dictado de la ley 24.441. Esta norma legal busca facilitar la transmisión de créditos y, además, proteger al inversor mediante la introducción de una nueva estructura financiera, la del fideicomiso financiero, circunscribiendo el riesgo a la calidad del activo titulado y sin hacerlo extensivo a la capacidad económica del originante o cedente de los créditos.*

*Por otra parte, la ley 24.441 hubo de tener en cuenta la experiencia internacional en la materia, especialmente el conocimiento que el inversor extranjero posee acerca de las estructuras financieras utilizadas, con el objeto de respetar los modelos con los que éste se encuentra más familiarizado para facilitar la colocación de los títulos en el exterior.”<sup>32</sup>*

Entonces según Soler, la securitización ayuda a las empresas a mejorar su capacidad prestable.

---

<sup>32</sup> *Ibidem.*

Ahora bien, según Pavell<sup>33</sup>, “no cualquier activo puede ser securitizado, las características ideales del crédito a securitizar son:

- ❖ Clara configuración de los créditos.
- ❖ Patrones de pago bien definidos.
- ❖ Flujos de fondos matemática y estadísticamente predecibles.
- ❖ Bajos niveles o probabilidades históricas de incumplimiento.
- ❖ Amortización total de los créditos a su vencimiento.
- ❖ Diversidad de deudores.
- ❖ Alta liquidez. Retornos superiores a los activos securitizados.

*De lo contrario, la necesidad de mejorarlo con garantías complementarias para reducir su riesgo, puede transformar el proceso en antieconómico. Asimismo se debe dar preferencia a carteras de activos con características de homogeneidad entre sí, debido a que su ausencia dificulta la realización de estadísticas. Ejemplo: las hipotecas.”*

## H. Tipos de títulos valores

Los inversores pueden adquirir dos tipos de títulos valores:

- ❖ Valores representativos de deuda (VD),
- ❖ Certificados de participación (CP).

### 1. Valor representativo de deuda

*El VD es un derecho de cobro de lo producido por el fideicomiso y en las condiciones establecidas en el prospecto, los cuales están garantizados con el activo del fideicomiso. Pueden existir distintos tipos de VD con distinta preferencia de cobro y condiciones.*<sup>34</sup>

Estos títulos confieren un derecho de crédito a su titular, en virtud de la deuda adquirida por la entidad emisora, la cual se compromete mediante una

---

<sup>33</sup> PAVELL, Chistine, **Securitizacion** (Chicago, Probus, 1989) Pág. 19.

<sup>34</sup> ARGENTINA, COMISION NACIONAL DE VALORES, **Fideicomiso financiero- Educación mercado de capitales**, en <http://www.cnv.gov.ar/EducacionBursatil/versionpdf/FIDEICOMISOFINANCIEROyAnexos.pdf> (Buenos Aires , Diciembre,2007)

suma consistente en la cuota de amortización o devolución de capital, con más un interés devengado.

Se pueden emitir diversos tipos de títulos, según distintas situaciones. Pero podemos decir que los títulos que con menor calificación de riesgo, ofrecerán un rendimiento más elevada que aquellos que tengan una alta calificación de riesgo.

## 2. Certificado de participación

*“El CP otorga un derecho de participación o de propiedad sobre los activos fideicomitidos. Los tenedores de los CP tienen derecho al cobro de lo producido por el FF, una vez cancelados los compromisos asumidos por los VD, así como de la liquidación del FF.*

*En mejora de las posibilidades de cobro, los valores fiduciarios pueden contar con otras garantías, entre ellas: asignación de bienes adicionales al fideicomiso de manera que exista una sobre cobertura de riesgos, garantías personales por parte del fiduciante o un tercero, garantías reales y/o afectación de bienes a un fideicomiso de garantía.*

*Por interpretación analógica (Art. 16, Código Civil) 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).<sup>35</sup>*

La ley continúa la normativa del fideicomiso financiero aclarando que los certificados de participación serán emitidos por el fiduciario. Los títulos de deuda garantizada por los bienes fideicomitidos podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros, según fuere el caso. Tanto los certificados como los títulos podrán ser al portador o nominativos, endosables o no endosables.

### Tipos de certificados de participación<sup>36</sup>

- ❖ *ORDINARIOS. Son bienes muebles dados en fideicomisos.*
- ❖ *INMOBILIARIOS. Son bienes inmuebles dados en fideicomisos.*
- ❖ *AMORTIZABLES. Derecho a una parte alícuota al fruto y dan a sus tenedores el del reembolso del valor nominal de los certificados.*

---

<sup>35</sup> *Ibídem.* Pág. 4

- ❖ *NO AMORTIZABLES. Imponen a la institución emisora la obligación de hacer el pago del valor nominal de ellos, a sus tenedores.*
- ❖ *DE COPROPIEDAD. Aquí se hace constar la distinta participación de los copropietarios de bienes, títulos o valores que se encuentren en su poder.*
- ❖ *FIDUCIARIOS DE ADEUDO. Las instituciones fiduciarias pueden concertar y obtener préstamos para el mejoramiento y el incremento de los bienes inmuebles objeto de la emisión.*
- ❖ *DE VIVIENDA. Creados el 27 de diciembre de 1963 y representan el derecho a la transmisión de la propiedad de una vivienda.”*

## I. Mercado de capitales

*“Es de suma utilidad el destino que cumple la titulización, es por ello que el mercado de capitales, también llamado mercado de valores, es el ámbito económico donde finalmente se transan los títulos valores producidos por la titulización de activos. Se define como la vía financiera por la cual las empresas y el Estado forman capitales a mediano y largo plazo, con el objeto de financiar sus actividades. Los instrumentos por excelencia dentro del mercado de capitales son las acciones, los títulos de deuda –pública o privada-, las cuotapartes de fondos y los contratos de futuros y opciones.”<sup>37</sup>*

## J. Algunas desventajas del fideicomiso

*“Si bien el instrumento parece ser eficiente para sus objetivos, una desventaja que es el costo. Para emitir un fideicomiso hay que sumar los costos del asesoramiento legal, el de los organizadores, balances y auditores y la calificación de riesgo”<sup>38</sup>. Los costos fijos extremadamente altos.*

---

<sup>36</sup> ANÓNIMO, en <http://www.slideshare.net/toqueville/certificados-de-participacion>,

<sup>37</sup> QUINTERO M., María y FISBIN, Romina, **Fideicomiso financiero. La titulización y el fideicomiso financiero**, en [www.monografias.com/trabajos20/fideicomiso-financiero/fideicomiso-financiero.shtml](http://www.monografias.com/trabajos20/fideicomiso-financiero/fideicomiso-financiero.shtml) (Buenos Aires, abril,2004)

<sup>38</sup> MARTINEZ, Oscar, **El fideicomiso – una estrella del sistema financiero**, en <http://edant.clarin.com/suplementos/economico/2005/11/06/n-00411.htm>, (Buenos Aires, Noviembre,2010)

A lo largo de este trabajo hemos enumerado numerosas ventajas del fideicomiso financiero, pero cabe aclarar que unas de las principales desventajas de este contrato es su costo.

“El fideicomiso parece ser una herramienta sólo apta para empresas de medianas para arriba. Pero no es así. Precisamente para evitar en buena parte esos costos que harían prohibitivo el sistema para las compañías más chicas se lanzaron al mercado fideicomisos especiales para PYMES, bautizados Secupymes organizados por garantizar, una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) con mayoría accionaria de la Nación. En muchos casos se agrupan en varias empresas.”<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> **Ibíd**em

### CAPÍTULO III

## APLICACIÓN DE CASOS PRÁCTICOS DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS

A continuación mostraremos dos casos prácticos de un fideicomiso financiero para de esta manera poder evaluar qué beneficios trae aparejada la constitución del mismo, tal como mencionamos en la parte teórica de presente trabajo de investigación.

En primer lugar mostraremos un caso de aplicación común para luego exponer un caso más extremo, no utilizado cotidianamente.

En ambos casos se presentarán algunos datos reales y otros supuestos, para de este modo simplificar los ejemplos modelo.

### A. Primer ejemplo: fideicomiso financiero

#### *Garbarino 69*

El siguiente ejemplo muestra un caso práctico real de fideicomiso financiero, el cual analizaremos en profundidad. Se expone un caso cotidiano de aplicación en la realidad extraído de la Web. La resolución del mismo es de elaboración propia.

## 1. Participantes<sup>40</sup>

### a) *Fiduciantes y administradores: Garbarino SAICel y Compumundo SA*

#### (1) *GARBARINO SAICEL*

*Garbarino SAICel ("Garbarino") es una compañía dedicada a la comercialización de artículos para el hogar, electrónica e informática. Complementariamente ofrece a sus clientes otros servicios tales como la venta de telefonía celular y garantías extendidas.*

*La cobertura geográfica de Garbarino se extiende a la mayoría de las provincias del país, a través de sus 79 sucursales.*

#### (2) *COMPUMUNDO SA*

*Compumundo SA ("Compumundo"), es una cadena de venta minorista de artículos de la industria informática y productos electrónicos.*

*Entre los productos e insumos que provee se destacan: computadoras, notebooks, netbooks, televisores LCD, monitores, impresoras, DVD, CD, software, juegos y todo tipo de accesorios de computación. Adicionalmente vende productos electrónicos como cámaras, MP3, telefonía (celular y fija) y video. Al igual que Garbarino, ofrece el servicio de garantía extendida.*

*La compañía cuenta con 26 sucursales ubicadas en Capital Federal, Gran Buenos Aires, y varias provincias del interior del país.*

*Ambas empresas otorgan Créditos de consumo, lo cual trae como ventaja para los clientes actuales y potenciales de los fiduciantes, poder acceder a modos de financiación aún no estando bancarizadas, y de esta manera poder cubrir sus necesidades de financiamiento no cubiertas.*

### b) *Fiduciario: Banco de Valores SA*

*El Banco de Valores SA ha obtenido de Moody's y Fitch Ratings, la más alta calificación que puede obtener un Banco en Argentina.*

---

<sup>40</sup> Fiduciantes, Administradores y Agentes de Cobro de Garbarino S.A.I.C.E. I y Compumundo S.A., **Suplemento de Prospecto- Programa Global de valores fiduciarios Garbarino**, en <http://www.portfoliopersonal.com/doc/fideicomisos/FFGarbarino58Suplementocomple.pdf>, (Argentina, enero,2010 )

c) **Organizadores y colocadores:** *Banco de Valores SA, Banco Santander Río. SA y Banco de Galicia y Buenos Aires SA*

- ❖ *Agente colocador: es el encargado de la distribución de los títulos a través de la oferta pública o privada de los mismos.*
- ❖ *Organizador: Entidad responsable de la concreción del fideicomiso. Su función principal es la de nexo entre la totalidad de las partes involucradas. Se ocupa también de la estructuración de la serie y de cada una de las clases de títulos, en función de las características de los activos cedidos al fideicomiso.*

d) **Calificadora de riesgo:** *Standard & Poors International Ratings LLC sucursal Argentina*

*Es la agencia encargada del análisis de la estructura del fideicomiso con el fin de asignar un rating a los títulos fiduciarios. Esta calificación tiene implicancias directas en la colocación ya que de la nota dependen el "pricing" del producto y los inversores que pueden participar en el proceso licitatorio. La calificación no es obligatoria.*

e) **Asesores legales:** *Nicholson y Cano abogados*

*Es el responsable de la redacción de los contratos y documentos que instrumentan el negocio, básicamente el contrato de fideicomiso y el suplemento de prospecto*

f) **Asesores financieros, agente de revisión y control:** *Deloitte & Touche Corporate Finance SA*

*El equipo de profesionales que integra Deloitte ha participado en más de 650 emisiones de fideicomisos financieros desempeñando el rol de agente de control y revisión en el mercado local. El objetivo de esta tarea es brindar al Fiduciario asistencia en el análisis de información y apoyo en materia de seguimiento de los activos titulizados, generándole al mismo un reporte mensual según procedimientos acordados con éste.*

Gráficamente el funcionamiento del fideicomiso financiero se presenta de la siguiente manera:

Figura 9  
Fideicomiso financiero



Fuente: Fiduciantes, Administradores y Agentes de Cobro de Garbarino S.A.I.C.E. I y Compumundo S.A, **op.cit**

## 2. Bienes fideicomitados

*El patrimonio fideicomitados está conformado por créditos a cobrar, que poseen ambas empresas fiduciantes:*

*-83.89% Créditos de Consumo y el 16.11% Préstamos Personales, ambos están instrumentados en pagarés emitidos por el fiduciante.*

*Los créditos transferidos al fideicomiso, al momento de la transmisión, no poseían atrasos superiores a 31 días y además corresponden a operaciones no refinanciadas. Se trata de una cartera de créditos homogénea.*

*El Banco Valores SA, emiten dos títulos de deudas y un certificado de participación por un total de \$110.954.917, siendo dicho importe expresado en pesos.*

*Los flujos de pago de los títulos, se conforman teniendo en cuenta las fechas estimadas de recaudación de las cuotas de los Créditos.*

## 3. Período de colocación y liquidación

- ❖ *La Colocación es del 03 al 06 de enero de 2011: Es el período durante el cual está abierta la suscripción de ofertas de títulos del Fideicomiso Financiero. Como mínimo es de 5 días hábiles bursátiles pero puede ser extendido.*

- ❖ *La Liquidación es el 10 de enero de 2011: La fecha de liquidación es la fecha en la el inversor recibe los títulos en su cuenta.*

Si bien el Fiduciario ofrece un determinado flujo de pago, con un señalado rendimiento, permite a los inversores licitar los títulos ofrecidos. De esta manera una vez que el Banco Valores cuente con todas las propuestas de licitación de los inversores, adoptará aquella que más le convenga. En este caso se inclinará por aquella propuesta que ofrezca el mayor precio que los inversores estarían dispuestos a pagar, por ende el que presente menor tasa. Como observamos, por un lado la tasa significa un costo para el Banco Valores, y por otro lado representa un rendimiento para los inversores.

A continuación se detallan los títulos valores emitidos por el fiduciario:

- ❖ *El Bono de deuda A, se coloca por \$83.706.268, representando un 75,4% del valor total colocado y con una calificación de riesgo de raAAA. Será abonado en pagos mensuales desde el 17/01/2011 al 12/09/2011. Teniendo en cuenta que el rendimiento mínimo ofrecido del bono A es del 12.75% anual.*

Detallamos el flujo teórico del Bono A a continuación:

*Cuadro 1  
Flujo teórico del Bono A*

<b>Fecha de pago</b>	<b>Capital</b>	<b>Interés</b>	<b>Total</b>	<b>Saldo</b>
Valor colocado				<b>83.706.268,00</b>
17/01/2011	9.955.875,00	556.379,00	10.512.254,00	73.750.393,00
10/02/2011	10.501.417,00	783.598,00	11.285.015,00	63.248.976,00
10/03/2011	9.953.106,00	672.020,00	10.625.126,00	53.295.870,00
11/04/2011	9.863.606,00	566.269,00	10.429.875,00	43.432.264,00
10/05/2011	9.747.287,00	461.468,00	10.208.755,00	33.684.977,00
10/06/2011	8.815.590,00	357.903,00	9.173.493,00	24.869.387,00
11/07/2011	8.788.644,00	264.237,00	9.052.881,00	16.080.743,00
10/08/2011	8.807.136,00	170.858,00	8.977.994,00	7.273.607,00
12/09/2011	7.273.607,00	77.282,00	7.350.889,00	0,00
<b>Total</b>	<b>83.706.268,00</b>	<b>3.910.014,00</b>	<b>87.616.282,00</b>	

Fuente: Fiduciantes, Administradores y Agentes de Cobro de Garbarino S.A.IC.E. I y Compumundo S.A,  
op.cit

Según lo que observamos en el cuadro antes expuesto, el Banco emitirá bonos por \$83.706.268, y al cabo de 9 periodos mensuales tendría que devolver \$87.616.282. Esta diferencia se genera por los intereses que el banco está dispuesto a pagar por la venta del bono A pagadero en cuotas.

El Banco Valores SA recibe distintas propuestas de los inversores y selecciona aquella que le demande menor tasa, ya que es la que presentaría el mayor valor actual que estaría dispuesto a abonar los inversores por los títulos ofrecidos.

Como ya señalamos la TIR requerida por los inversores, refleja un costo para el Banco Valores SA que es el tomador de los fondos, y a la vez es la que determinará el valor de entrada de fondos.

Ahora bien, los inversores seleccionados en la licitación, requerían una tasa de rendimiento del 20% anual, siendo la mensual de 1.67%. Algunas razones por las cuales los inversores solicitan dicha TIR son:

- Las expectativas inflacionarias en la Argentina, ya que como ellos esperan que la inflación sea del 20% anual aproximadamente, como mínimo desean obtener el mismo capital aportado por el bono A, al momento de la devolución.
- Otra razón por la cual los inversores desean esta tasa, podría ser que evaluaron proyectos alternativos para invertir su capital y el mínimo rendimiento obtenido en la evaluación alternativa fue del 20% anual, por lo que si invirtieran a una tasa menor, generaría un costo de oportunidad para ellos.

Es por ello que si actualizáramos dichas cuotas de capital más interés a la tasa mensual requerida por los inversores observamos que al momento de la compra del Bono, los inversores estarían dispuestos a pagar por dicha oferta un valor total de \$81.090.168,92. Dicho importe se sitúa bajo la par del valor nominal del mismo, con una paridad del 96.87%.

A la hora de evaluar la TIR, los inversionistas toman una TIR de corte. La tasa de corte es aquella a la que puedo acceder para realizar una inversión alternativa y que me servirá como parámetro de comparación frente a nuevas alternativas de inversión. La TIR que ofrezca la nueva alternativa de inversión, debe ser como mínimo la tasa de corte para que la alternativa sea aceptada.

Que un determinado bono esté cotizando sobre la par, no significa que la inversión sea atractiva, los inversionistas decidirán o no entrar en un bono evaluando solamente la tasa requerida por ellos, siempre que ésta satisfaga sus expectativas. Es decir que el inversionista podrá comprar un bono que cotiche por arriba o por debajo del Valor Nominal.

- ❖ *El Bono de deuda B, se coloca por \$10.583.551, representando un 9.5% del valor total colocado, con una calificación de riesgo de raA, el cual tendrá pago mensual de capital una vez cancelado el Bono A. teniendo en cuenta que el rendimiento mínimo que ofrece el Bono B es del 16% anual.*

*El Flujo teórico del Bono B sería el siguiente:*

*Cuadro 2  
Flujo teórico del Bono B*

<b>Fecha de pago</b>	<b>Capital</b>	<b>Interés</b>	<b>Total</b>	<b>Saldo</b>
Valor colocado				<b>10.583.551,00</b>
17/01/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/02/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/03/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
11/04/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/05/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/06/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
11/07/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/08/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
12/09/2011	45.326,00	1.270.026,00	1.315.352,00	10.538.225,00
10/10/2011	7.659.062,00	140.510,00	7.799.572,00	2.879.163,00
10/11/2011	2.879.163,00	38.389,00	2.917.552,00	0,00
<b>Total</b>	<b>10.583.551,00</b>	<b>1.448.925,00</b>	<b>12.032.476,00</b>	

Fuente: Fiduciantes, Administradores y Agentes de Cobro de Garbarino S.A.I.C.E. I y Compumundo S.A, **op.cit**

Al igual que en el bono A, los inversionistas evalúan el mercado a la hora de acceder a la compra de dicho bono.

En el Bono B, los inversionistas requieren una tasa del 22% anual, siendo la mensual del 1.83%. En este caso, la tasa requerida es mayor a la del Bono A,

ya que se extiende el periodo de devolución de capital, por lo que significa mayor riesgo inflacionario.

Entonces, actualizando las cuotas a la tasa requerida por los inversores del 1.83% mensual, el precio que están dispuestos a pagar por este título valor sería de \$11.576.537,12 situándose el mismo sobre la par del valor colocado en este título valor.

- ❖ *El Certificado de Participación C, se coloca por un valor de \$16.665.098, representando un 15.0% del valor total colocado, con una calificación de riesgo de raCC, y con pago mensual de capital una vez finalizado el pago total del Bono B, mientras que los intereses se pagarían al finalizar el pago de capital del Certificado.*

*Cuadro 3  
Flujo teórico del certificado de participación C*

<b>Fecha de pago</b>	<b>Capital</b>	<b>Interés</b>	<b>Total</b>	<b>Saldo</b>
Valor colocado				<b>16.665.098,00</b>
17/01/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/02/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/03/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
11/04/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/05/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/06/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
11/07/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/08/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
12/09/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/10/2011	0,00	0,00	0,00	0,00
10/11/2011	3.058.873,00	0,00	3.058.873,00	13.606.225,00
12/12/2011	2.865.297,00	0,00	2.865.297,00	10.740.928,00
10/01/2012	3.168.346,00	0,00	3.168.346,00	7.572.582,00
10/02/2012	2.625.642,00	0,00	2.625.642,00	4.946.940,00
12/03/2012	1.142.945,00	0,00	1.142.945,00	3.803.995,00
10/04/2012	1.125.382,00	0,00	1.125.382,00	2.678.613,00
10/05/2012	1.108.669,00	0,00	1.108.669,00	1.569.944,00
11/06/2012	535.514,00	0,00	535.514,00	1.034.430,00
10/07/2012	523.490,00	0,00	523.490,00	510.940,00
10/08/2012	507.033,00	0,00	507.033,00	3.907,00
10/09/2012	3.807,00	101.971,00	105.778,00	100,00

Fuente: Fiduciantes, Administradores y Agentes de Cobro de Garbarino S.A.IC.E. I y Compumundo S.A,  
**op.cit**

Los certificados de participación emitidos, son comprados por el Banco Nación SA y la tasa requerida por el Banco Nación es del 23% anual, siendo la mensual del 1.92%.

Analizando la tasa requerida por el beneficiario de los Certificados, actualizamos los flujos a la tasa del 1.92% mensual y obtenemos que el inversor, estaría dispuesto a pagar un valor de \$15.721.604,47 por dichos certificados. Este valor se sitúa bajo la par del importe colocado. La paridad en este caso es del 94.34%.

Ahora bien, según el Art. 83 de la ley de fideicomiso, inciso b:

*"Los resultados provenientes de su compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición, como así también sus intereses, actualizaciones y ajustes de capital, quedan exentos del impuesto a las ganancias, excepto para los sujetos comprendidos en el título VI de la Ley de Impuesto a las Ganancias."*

Es decir que los intereses producidos por los certificados de participación C, tributarán impuesto a las Ganancias ya que son adquiridos por una sociedad, como lo es en este caso el Banco Nación.

Entonces, en primer lugar debemos deducir el impuesto a las ganancias de los intereses obtenidos por dicho certificado, actualizando dicho flujo al 10/11/2011, fecha en la cual se comienza a percibir el pago de capital del certificado, a la tasa requerida por el inversor.

Por lo tanto a cada renta percibida en cada periodo le restamos la tasa del 35% de impuesto a las ganancias.

El cálculo sería el siguiente:

$$101.971 \times (1-0.35)$$

$$51.283 \times (1-0.35)$$

$$3.405 \times (1-0.35)$$

Mostramos el resultado a continuación:

<b>Renta sin impuesto</b>
66.281,15
33.333,95
60.481,85
2.213,25

Luego actualizamos por un lado la renta sin impuestos hasta la fecha en que se comienza a pagar el capital del certificado de participación.

Obteniendo como resultado, la renta neta de impuesto al 10/11/2011 por un valor de \$ 129.231.46.

Por otro lado debemos actualizar el capital percibido por el certificado, el cual no se encuentra alcanzado por el impuesto a las ganancias. Obteniendo así un valor de \$15.522.786,83 de capital al 10/11/2011.

Entonces:

<b>Valor Actual de la renta una vez deducido el impuesto</b>	<b>129.231,46</b>
<b>Valor Actual del Capital</b>	<b>15.522.786,83</b>
<b>Total después de impuesto</b>	<b>15.652.018,29</b>

Observando el resultado obtenido a valor actual, una vez deducido el impuesto a las ganancias de 15.652.018,29.

Para calcular cuál sería la utilidad para el fiduciante con la conformación de este fideicomiso, no solo debemos tener en cuenta la suma de los valores colocados por el bono A, B y por el certificado C, sino también los costos incurridos en este contrato.

Los gastos del fideicomiso incluyen:

- ❖ Gastos de Colocación del Fideicomiso: \$ 350.211
- ❖ Gastos legales : \$70.000
- ❖ Impuesto a las Ganancias 35%, aplicable sobre la Renta del Certificado, los cuales ya fueron descontados anteriormente.

## Utilidad del fideicomiso

En el cuadro expuesto a continuación podemos observar que:

- ❖ Por un lado debemos sumar el total colocado por cada título valor,
- ❖ Luego debemos restar los gastos de colocación del fideicomiso y los gastos legales incurridos en la constitución del mismo.

Una vez calculado el ingreso neto del fideicomiso, debemos restar el valor cedido en el momento cero Garbarino y Compumundo.

Capital cedido al fideicomiso	110.954.917,00
<hr/>	
Bono A	81.090.168,92
Bono B	11.576.537,12
Certificado de participación C	15.652.018,29
<b>Subtotal</b>	<b>108.318.724,33</b>
<hr/>	
Gastos de colocación	350.210,00
Gastos legales	70,00
<hr/>	
<b>Total</b>	<b>107.968.444,33</b>
<hr/>	
<b>Utilidad</b>	<b>-2.986.472,67</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la investigación

Como podemos observar en el ejemplo expuesto, si el Fiduciante llevara a cabo este Fideicomiso Financiero, su utilidad sería negativa. Esto se debe a variadas razones.

Por un lado, como ya mencionamos anteriormente, los costos del fideicomiso son muy elevados. Por lo que a la hora de la constitución de la constitución del mismo, no es cosa menor analizar los gastos en los que se debería incurrir.

Otra razón es que debido a las altas expectativas de inflación que existen en la República Argentina, los inversores a la hora de licitar títulos optarán por

tasas extremadamente elevadas para cubrirse en caso de un pico inflacionario, lo cual repercutiría directamente en la baja del valor que estarían dispuestos a pagar los inversores.

En nuestra opinión este efecto podría disminuirse disminuyendo los plazos de pago, ya que esto disminuiría los efectos inflacionarios en el corto plazo. Otra solución, podría ser pactar una tasa variable, ajustable a la inflación.

En fin que, siempre según nuestra opinión, el contrato de fideicomiso trae aparejadas grandes ventajas, pero a la vez no deben dejarse de lado las desventajas a la hora de evaluar su aplicación.

Visualizando nuestro ejemplo modelo, vemos que por un lado la creación del fideicomiso serviría para los clientes actuales y potenciales de los fiduciantes, ya que permitiría que ellos puedan financiarse directamente con la empresa donde realizan su compra sin necesidad alguna de contar con una tarjeta de crédito o algún otro método alternativo de financiación permitiendo cubrir sus necesidades de consumo.

Al fiduciante le permite financiarse sin necesidad de aumentar su pasivo, convirtiendo su activo inmovilizado en activo líquido.

Los inversores podrán recibir un rendimiento periódico a la tasa que ellos liciten, siempre y cuando sean seleccionados en el proceso de licitación.

Pero ahora bien, los costos de colocación son extremadamente elevados, por lo que a la hora de poner en marcha el fideicomiso, debe realizarse un análisis profundo, para su correcta y beneficiosa aplicación.

## **B. Segundo ejemplo: fideicomiso financiero** *“Metro”*

El ejemplo presentado a continuación es de elaboración propia basándose en datos reales y otros supuestos para simplificar la comprensión del caso .

A principios del año 2005, los supermercados Pedro López e Hijos Sociedad Anónima, comúnmente llamados "Metro", se encontraban altamente endeudados. Esta situación se había generado por la continua cesación de pagos para con los proveedores con los que Metro tenía cuentas corrientes.

A lo largo del mismo año, los accionistas de la firma deciden cerrar todas las sucursales que tenía en su poder dicha cadena, ya que al no poseer efectivo líquido, deseaban proceder a la venta de sus activos para cancelar así la totalidad de sus deudas.

La sociedad que gira bajo el nombre de fantasía Metro poseía 25 inmuebles de distinta índole, ubicados en zonas diversas de la provincia de Mendoza.

Los detallaremos a continuación:

N° de Orden	Tipo	Ubicación	Localidad
1	deposito	Carril Rodríguez peña 2360	Godoy Cruz
2	terreno	Besares 1373	Chacras de Coria
3	terreno	Acceso Norte y Pescadores	Las Heras
4	terreno	Julio A Roca e Islas Malvinas	Las Heras
5	terreno	Boulogne Sur Mer y Regalado Olguín	Las Heras
6	fábrica	Las Pircas - Vista Flores	Tunuyán
7	terreno	Beltrán Sur Esq. Guemes	Godoy Cruz
8	terreno	Pellegrini y Paso de los Andes	Godoy Cruz
9	Local	Rivadavia y Las Heras	Godoy Cruz
10	terreno	Rivadavia 712	Godoy Cruz
11	terreno	Mitre y Barcala	Ciudad de Mendoza
12	terreno	Pellegrini y Patricias Mendocinas	Ciudad de Mendoza
13	Galpón	Mitre 1727	Ciudad de Mendoza
14	terreno	Rioja 560	Ciudad de Mendoza
15	terreno	José V. Zapata 156	Ciudad de Mendoza
16	terreno	Alberdi 219	San José - Guaymallén
17	Vivienda	Aristides Villanueva 206	San José - Guaymallén
18	terreno	Remedios de Escalada 1282	Dorrego - Guaymallén
19	terreno	Padre Vázquez 529	Maipú
20	Rural	Finca la Guillermina I	General Alvear
21	Rural	Campo Don Pedro I	General Alvear
22	Rural	Campo Don Pedro II	General Alvear
23	terreno	Hipólito Yrigoyen	San Rafael
24	Local	25 de Mayo 250	San Rafael
25	terreno	25 de Mayo 242	San Rafael

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la investigación

Por otro lado, Metro poseía alrededor de 20 acreedores nacionales y 10 de precedencia brasileña.

El importe que se adeudaba hasta el momento era de 50 millones de pesos, debido a compras de mercaderías varias que no fueron pagadas en tiempo y forma.

Los accionistas de la sociedad, a fines del año 2005, deciden llevar a cabo una detallada tasación de los inmuebles, para evaluar la conveniencia de liquidar estos activos.

El 20 de diciembre de 2005, se concluye que los 25 inmuebles, poseían un valor real de mercado de \$ 40.102.328. Estos datos fueron obtenidos de tasaciones oficiales realizadas por profesionales inmobiliarios de Mendoza.

Luego de visualizar que la venta en masa y en medio de las presiones de hecho y de derecho de los proveedores provocaría la realización perjudicial de los inmuebles, se decide abortar la venta de los mismos y acudir a un especialista para analizar el caso en cuestión.

Se contrata a un experto en fideicomiso financiero para diagnosticar la conveniencia de la aplicación de este contrato.

Luego de recabar información y analizar las distintas oportunidades, se plantea un escenario posible, el cual analizaremos a continuación:

Se analiza la posibilidad de constituir un contrato de Fideicomiso Financiero a través del cual, en primer lugar se busca transmitir la titularidad de los inmuebles a un nuevo ente libre de deuda, el Fideicomiso, y que el mismo efectúe la venta organizada y libre de presiones de los bienes bajo su titularidad, a terceros.

A través de la venta de los inmuebles, que se realizaría en forma financiada, se obtendría un cobro mensual de capital más un interés. A su vez, el fiduciario, emitiría certificados de participación, a favor de los acreedores de Metro, acordando bajo cláusula contractual con los mismos, el pago mensual de los documentos con el producido de la venta financiada.

El fideicomiso actuaría como herramienta financiera, facilitando la obtención de fondos. En esta operación, interviene un administrador (fiduciario), para que los activos cedidos sean transformados en activos financieros líquidos y con ello cancelar los certificados de participación lo que además se puedan negociar en el mercado bursátil.

Al transmitir la propiedad de los activos al fideicomiso, éstos quedarán exentos de las posibles acciones judiciales e individuales de los acreedores, viéndose el fiduciante libre de tales inconvenientes que a su vez favorecen a algunos acreedores en perjuicio de otros.

El hecho de que los bienes queden separados del patrimonio y del riesgo de la firma Metro, provocará también para la misma tener una mejor calificación de riesgo pudiendo acudir a menores costos de financiamiento.

El objetivo es que el ente creado, proceda a la venta ordenada y coordinada de los inmuebles, para de esta forma, poder cancelar la deuda en forma equitativa, según la participación de cada acreedor en la misma.

El primer paso, fue la transferencia de los inmuebles al fideicomiso financiero en propiedad fiduciaria y su inscripción en los Registros pertinentes.

A mediados de julio del año 2010, los inmuebles fueron tasados en \$55.000.000. La valorización se debió a la combinación de incrementos reales de los bienes y el proceso inflacionario sufrido en los últimos años en República Argentina.

Si bien dichos inmuebles se valoraron a un precio superior, la deuda continuaba siendo la misma ya que se había contraído por compras a proveedores en cuenta corriente y en pesos.

Llegado este momento según datos recabados el fiduciario se presenta ante dos alternativas:

Por un lado, se podía proceder a la venta directa de los bienes inmuebles sin financiación alguna y así con el producido, cancelar inmediatamente la deuda contraída.

Por otro lado, se podía llevar a cabo el plan original, el cual según sus investigaciones generarían una renta superior a la primera opción.

Si bien la primera opción era atractiva, ya que por la mera valorización de los inmuebles, pagaría la deuda contraída por Metro y obtendría un excedente de 5 millones, se decide llevar adelante el plan original.

Paralelamente a la venta de los inmuebles bajo la titularidad del fideicomiso, el Banco Patagonia como fiduciario del contrato emitirá 3 tipos de Certificados de Participación del tipo A, B y C, los cuales administrará en beneficio de los titulares de los documentos.

Lo que se pretende con la realización del fideicomiso es, no solo proceder a la venta ordenada de los inmuebles sino también, pagar a los titulares certificados de Participación una cuota de capital más un interés y así cancelar la deuda.

El 1 de Agosto del 2010, se cierra la venta de los inmuebles, financiando la venta a 20 meses. La primera cuota será abonada el 31 de agosto de 2010 y así sucesivamente cada mes sub-siguiente hasta finalizar el pago de los mismos.

Cabe aclarar que a la operación se pacto agregando un interés del 2% mensual directo, con lo cual la cuota ascendería a \$3.850.000, siendo fijas y en pesos.

Detallaremos el cálculo del Valor Actual Neto de la venta financiada a continuación:

La venta de los inmuebles se lleva a cabo en agosto de 2010,

<b>Venta del Inmueble en agosto de 2010</b>	
<b>Precio de venta en pesos</b>	55.000.000,00
<b>Tasa de mercado mensual</b>	2%
<b>Periodo de financiación en meses</b>	20
<b>Cuotas de capital</b>	2.750.000,00

<b>Fecha de pago de la deuda</b>	<b>Deuda</b>	<b>Cuota capital</b>	<b>Cuota (capital + interés)</b>
31-ago-10	55.000.000,00	2.750.000,00	3.850.000,00
30-sep-10		2.750.000,00	3.850.000,00
30-oct.-10		2.750.000,00	3.850.000,00
29-nov.-10		2.750.000,00	3.850.000,00
29-dic.-10		2.750.000,00	3.850.000,00
28-ene-11		2.750.000,00	3.850.000,00
27-feb.-11		2.750.000,00	3.850.000,00
29-mar-11		2.750.000,00	3.850.000,00
28-abr.-11		2.750.000,00	3.850.000,00
28-may-11		2.750.000,00	3.850.000,00
27-jun.-11		2.750.000,00	3.850.000,00
27-jul.-11		2.750.000,00	3.850.000,00
26-ago-11		2.750.000,00	3.850.000,00
25-sep-11		2.750.000,00	3.850.000,00
25-oct.-11		2.750.000,00	3.850.000,00
24-nov.-11		2.750.000,00	3.850.000,00
24-dic.-11		2.750.000,00	3.850.000,00
23-ene-12		2.750.000,00	3.850.000,00
22-feb.-12		2.750.000,00	3.850.000,00
23-mar-12		2.750.000,00	3.850.000,00

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la investigación

Para realizar la venta financiada se utiliza el cálculo de interés directo. Este sistema, muy utilizado en el comercio, calcula los intereses simples sobre el total

de la deuda de capital y el importe de las cuotas se obtiene dividiendo el monto por el número de cuotas.

De acuerdo con este procedimiento, el interés que paga el deudor es mayor que el que surge de acuerdo a la fórmula del sistema francés porque este equivale a un interés sobre saldos.

La fórmula de cálculo sería de la siguiente manera:

$$\text{Interés total} = Vn. id. N$$

$$\text{Cuota} = Vn. (1/n + id)$$

Como podemos ver, el monto de la deuda es de 55.000.000 millones de pesos, la tasa es del 2% mensual y el período de financiación es de 20 meses.

Entonces para calcular la cuota a cancelar mensualmente, sería de la siguiente forma:

$$55.000.000. (1/20 + 0.02) = \$3.850.000$$

Siendo el Interés total a pagar de:

$$55.000.000 .0.02 . 20 = \$22.000.000$$

Es decir el interés mensual sería de  $\$22.000.000/20$  meses=  $\$1.100.000$

Actualizando las cuotas al 31 de agosto de 2010, podemos observar que el valor actual de los ingresos asciende a  $\$62.953.018,38$ , obteniendo una ganancia neta de  $\$7.953.018,38$ .

Es decir, que la mera venta financiada trae aparejada una ganancia valorable. Siendo también beneficioso, el hecho de vender bajo la titularidad del fideicomiso ya que es un ente libre de deuda y los bienes transmitidos constituyen un patrimonio separado del fiduciante y del fiduciario. Es por ello, que los bienes fideicomitidos quedarán a salvo de las acciones posibles de los acreedores contra la sociedad deudora.

Entonces, con el producido de venta financiada, el Banco Patagonia se encargaría de cancelar los Certificados de Participación emitidos por el Fideicomiso.

Analizaremos la estructuración del fideicomiso a continuación.

En primer lugar, detallaremos los sujetos de nuestro ejemplo modelo:

- ❖ Fiduciante: Pedro López e Hijos SA (*Metro*).
- ❖ Fiduciario: *Banco Patagonia*.
- ❖ Beneficiarios: Titulares de los certificados de participación. Acreedores de lo adeudado por *Metro*.

Cabe aclarar que los bienes fideicomitidos están conformados por los inmuebles de propiedad del Fiduciante, los cuales servirán de respaldo para la emisión de los Certificados de Participación.

Como dijimos anteriormente, en el contrato de fideicomiso se acuerda con los acreedores la entrega de certificados de participación del tipo: A, B, C, los cuales se prevee pagar con preferencia de cobro según el tipo. Primero se cancelará el CP "A" en 10 cuotas mensuales, luego el CP "B" en 6 cuotas mensuales y por último el CP "C" en 5 cuotas mensuales.

Certificado de Participación A, con un Valor Nominal de \$25.000.000, contiene el siguiente flujo teórico:

Periodo	Fecha de pago	Capital	Interés	Total
1	31-ago-10	2.500.000,00	37.500,00	2.537.500,00
2	30-sep-10	2.500.000,00	75.000,00	2.575.000,00
3	30-oct.-10	2.500.000,00	112.500,00	2.612.500,00
4	29-nov.-10	2.500.000,00	150.000,00	2.650.000,00
5	29-dic.-10	2.500.000,00	187.500,00	2.687.500,00
6	28-ene-11	2.500.000,00	225.000,00	2.725.000,00
7	27-feb.-11	2.500.000,00	262.500,00	2.762.500,00
8	29-mar-11	2.500.000,00	300.000,00	2.800.000,00
9	28-abr.-11	2.500.000,00	337.500,00	2.837.500,00
10	28-may-11	2.500.000,00	375.000,00	2.875.000,00
Total		25.000.000,00	2.062.500,00	27.062.500,00

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la investigación

El certificado de participación "A" fue colocado por \$25.000.000 y será abonado en 10 meses contados a partir del 31 de Agosto de 2010, siendo el último mes de pago el 28 de mayo de 2011.

Para el pago del certificado "A", se calculan los intereses bajo una tasa del 18% anual fija o sea una tasa mensual de 1,5% (18%/12 meses). Esta tasa

pactada resulta beneficiosa para el fiduciante, ya que es menor a la que se podría acceder en el mercado, siendo esta última del 24% anual.

Los acreedores de Metro, a través de este contrato están obteniendo el capital de su propiedad más un interés, que si bien es menor al que pudieran obtener si tuviesen el dinero en otro proyecto, no existe otra opción ya que el capital se encuentra en manos del deudor en cesación de pagos. Es decir que no genera un costo de oportunidad para los acreedores, ya que ellos no podrían invertir este dinero en otro proyecto.

Se toma una tasa fija en el cálculo del certificado A, durante sus 10 meses de duración porque el plazo de pago es más corto que los demás certificados, a ser pagados a continuación y paralelamente se puede calcular de antemano el monto a abonar sin variación alguna.

Como observamos en el cuadro de cálculo del certificado "A", el valor futuro a abonar a los acreedores al final de diez periodos es de: \$27.062.500,00.

Aún así, el monto de estos flujos descontados a la tasa de interés del mercado del 24% anual genera un valor actual de la deuda de \$ 24.254.125,72.

Es decir que con el pago del certificado "A" a lo largo de 10 meses y a la tasa pactada del 18% anual fija, el fiduciante obtiene un excedente de \$ 745.874,28, que surge de restar simplemente el valor de colocación de la deuda y el valor actual de los flujos futuros de egresos (VAC). Por lo tanto:

$$\$25.000000 - \$24.254.125.72 = \$ 745.874,28 \text{ ganancia neta / Valor Actual Neto}$$

<b>VAC</b>	<b>\$ 24.254.125,72</b>
<b>VAI</b>	<b>\$ 25.000.000,00</b>
<b>VAN</b>	<b>\$ 745.874,28</b>

Certificado de Participación B, con un VN de \$15.000.000, presenta el siguiente flujo teórico:

Periodo	Fecha de pago	Capital	Interés	Total	
1	31-ago-10	0,00	0,00	0,00	
2	30-sep-10	0,00	0	0,00	
3	30-oct-10	0,00	0	0,00	
4	29-nov-10	0,00	0	0,00	
5	29-dic-10	0,00	0	0,00	
6	28-ene-11	0,00	0	0,00	
7	27-feb-11	0,00	0	0,00	
8	29-mar-11	0,00	0	0,00	
9	28-abr-11	0,00	0	0,00	
10	28-may-11	0,00	0	0,00	
11	27-jun-11	2.500.000,00	459250	2.959.250,00	20% anual fija
12	27-jul-11	2.500.000,00	501000	3.001.000,00	20% anual fija
13	26-ago-11	2.500.000,00	542750	3.042.750,00	20% anual fija
14	25-sep-11	2.500.000,00	640500	3.140.500,00	22% anual fija
15	25-oct-11	2.500.000,00	686250	3.186.250,00	22% anual fija
16	24-nov-11	2.500.000,00	732000	3.232.000,00	22% anual fija
Total		15.000.000,00	3.561.750,00	18.561.750,00	

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la investigación

El certificado de participación "B" se paga a continuación del certificado "A", y contiene un valor nominal de \$15.000.000. Entonces, una vez finalizado el pago del CP "A" en mayo de 2011, en junio se comenzará a abonar el CP "B" a lo largo de 6 meses.

La tasa pactada en el pago de este certificado es variable cada 3 meses, esto se debe a que se acordaron plazos de devolución menores al CP "A", pero con 10 meses de gracia. La tasa a abonar será, la tasa activa del Banco Nación de la República Argentina para descuentos comerciales, vigente a la fecha del pago. El 27 de junio de 2011, resulta ser de 20% anual, siendo la mensual de 1,667%, y a los 3 meses siguientes la tasa aumenta 2 puntos ascendiendo al 22% anual, o sea el equivalente mensual del 1,833%.

Comparando con la tasa utilizada para el CP "A", la tasa variable del CP "B" resulta ser menor, esto se debió a distintas variables que afectaron el mercado en ese momento.

Una de ellas fue la baja en las expectativas inflacionarias, y por otro lado se produjo una baja considerable en la demanda de créditos.

Al igual que en el CP "A" el valor futuro a abonar a los titulares de los CP "B" es de 18.561.750 millones de pesos, pero al descontar este valor a la tasa del mercado constante del 24% anual, el valor actual de los costos para el fiduciante

resulta ser de 14.200.302,20 millones de pesos. Se genera nuevamente una ganancia neta de \$ 799.697,80.

<b>VAC</b>	<b>\$ 14.200.302,20</b>
<b>VAI</b>	<b>\$ 15.000.000,00</b>
<b>VAN</b>	<b>\$ 799.697,80</b>

Certificado de participación C, por un valor nominal de \$10.000.000, flujo teórico:

<b>Periodo</b>	<b>Fecha de pago</b>	<b>Capital</b>	<b>Interés</b>	<b>Total</b>
1	31-ago-10	0,00	0,00	0,00
2	30-sep-10	0,00	0	0,00
3	30-oct-10	0,00	0	0,00
4	29-nov-10	0,00	0	0,00
5	29-dic-10	0,00	0	0,00
6	28-ene-11	0,00	0	0,00
7	27-feb-11	0,00	0	0,00
8	29-mar-11	0,00	0	0,00
9	28-abr-11	0,00	0	0,00
10	28-may-11	0,00	0	0,00
11	27-jun-11	0,00	0	0,00
12	27-jul-11	0,00	0	0,00
13	26-ago-11	0,00	0	0,00
14	25-sep-11	0,00	0	0,00
15	25-oct.-11	0,00	0	0,00
16	24-nov-11	0,00	0	0,00
17	24-dic-11	2.000.000,00	782000	2.782.000,00
18	23-ene-12	2.000.000,00	828000	2.828.000,00
19	22-feb-12	2.000.000,00	950000	2.950.000,00
20	23-mar-12	2.000.000,00	1000000	3.000.000,00
21	22-abr-12	2.000.000,00	1050000	3.050.000,00
	<b>Total</b>	<b>10.000.000,00</b>	<b>4.610.000,00</b>	<b>14.610.000,00</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la investigación

Para el CP "C" en cambio, se pacta una tasa variable en forma bimestral y equivaldrá a la tasa activa del Banco Nación de la Republica Argentina para descuentos comerciales, vigente a la fecha de pago, más 6 puntos adicionales para cada bimestre.

Con esta tasa se busca proteger aunque sea en parte del riesgo inflacionario a los acreedores por los capitales que se encuentran en última

preferencia de cobro, ya que este certificado se empezará a abonar luego de cancelar totalmente el B. Es decir que la primera cuota de este certificado se pagaría en el mes de diciembre del 2011 y subsiguientes.

También se tiene en cuenta el riesgo de cobro o al menos mora en el cobro de la cuotas de la venta financiada por parte del comprador de los inmuebles, por lo que este riesgo también se ve reflejado, amén del inflacionario, en la tasa de CP "C", ya que el objetivo de este proceso era ir abonando con el producido de la venta financiada los Certificados en cuestión.

Al finalizar el primer bimestre de pago del CP "C", en diciembre de 2011 la tasa activa del Banco Nación se situaba en el 22% anual. Según lo pactado en el contrato, a la tasa vigente en ese momento se le adicionarían 6 puntos porcentuales. Siendo la tasa a abonar del 28% anual y la mensual del 2.33%.

En febrero 2012 la tasa aumenta al 24%, adicionando los 6 puntos pactados, la tasa anual se sitúa en un 30% fija y la mensual en un 2.5%., esta tasa se mantiene por el bimestre de febrero y marzo de 2012, permaneciendo constante también en abril de 2012.

Como podemos observar a diferencia de los Certificados anteriores, el Valor actual de los Costos para el fiduciante, resulta ser mayor que el valor de colocación de la deuda.

Es decir, a los acreedores se les abonará a lo largo del tiempo un valor de 14.610.000,00 millones de pesos, pero si descontamos estos flujos al 31/08/2010 observamos que lo que a valores actuales el valor real abonado es de 10.023.051.94 millones, es decir un importe superior al importe adeudado. Generándose así una pérdida para el fiduciante de -23.051,94 millones de pesos.

<b>VAC</b>	<b>\$ 10.023.051,94</b>
<b>VAI</b>	<b>\$ 10.000.000,00</b>
<b>VAN</b>	<b>\$ -23.051,94</b>

Entonces, teniendo en cuenta el Valor Actual Neto al 31/08/2010:

Podemos observar lo siguiente:

- ❖ Certificado de Participación A \$ 745.874,28. Ganancia.
- ❖ Certificado de Participación B \$ 799.697,80. Ganancia.

❖ Certificado de Participación C \$ -23.051,94. Pérdida.

Es decir que con la creación del Fideicomiso se genera una ganancia neta de \$ 1.522.520,14, adicionando la ganancia de la venta financiada por 7.953.018,38, podemos concluir que en términos monetarios este proceso es altamente conveniente para el fiduciante, generando una ganancia total en pesos de 9.475.538,51.

<b>Venta Financiada de inmuebles</b>	7.953.018,38
<b>Ganancia neta del Fideicomiso</b>	1.522.520,14
<b>Total</b>	9.475.538,51

# Conclusiones

A través del estudio del material y de nuestro análisis, podemos afirmar que la utilización del fideicomiso puede resolver en gran medida los problemas financieros de la actualidad.

Hicimos énfasis en el análisis de los fideicomisos financieros que, a nuestro entender, constituyen los más relevantes respecto de la obtención de recursos financieros.

El fideicomiso financiero, como también la titularización de carteras crediticias, permite la obtención de fondos del mercado de capitales, cuyos fondos surgen de ahorros de inversionistas a largo plazo, y que mediante la securitización pueden ser aplicados a las actividades productivas.

Este contrato permite la financiación del fiduciante a tasas inferiores a las tasas activas de los bancos, obteniendo activo líquido a corto plazo sin tener que aumentar su pasivo en consecuencia.

A la vez, genera ventajas para los inversores, ya que además de obtener un rendimiento valorable, genera confianza en su inversión, ya que se encuentra respaldada por activos homogéneos.

También observamos a lo largo del presente trabajo que la aplicación de este contrato es pulverizada con la inflación, ya que los inversores se ven obligados a cubrirse requiriendo cada vez mayores tasas de rendimiento a la hora de invertir en títulos valores.

Paralelamente, observamos que el fideicomiso posee altos costos fijos, de colocación y legales, por lo que en general está orientado a empresas medianas o grandes, dificultándose su aplicación para PyMEs.

En fin, en nuestra opinión debemos tomar conciencia de todas las ventajas que han sido desarrolladas en el presente trabajo que permiten deducir que, si se toma una conciencia estructural de estos beneficios, acompañados de una jurisprudencia que los fomente, hay amplias posibilidades de subsanar en gran medida la desnaturalización del sistema financiero argentino.

# Bibliografía

- ANÓNIMO, en <http://www.slideshare.net/toqueville/certificados-de-participacion>,
- ARGENTINA, COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, Normas de la CNV.
- ARGENTINA, COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, Resolución General 290/97.
- ARGENTINA, Ley 24.441.Fideicomiso. Sancionada 22/12/94 y promulgada 09/01/95.
- BARBOZA, Karina, Fideicomiso, en [www.monografias.com/trabajos14/fideicomiso/fideicomiso.shtml](http://www.monografias.com/trabajos14/fideicomiso/fideicomiso.shtml) [Abr/11].
- BARBOZA, Karina. Otros conceptos y herramientas de contabilidad y finanzas, en <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin1/fideikarina.htm>, (Argentina, Abril, 2004)
- DE LA FUENTE, Gabriel, Securitización o titularización (Buenos Aires, UBA-FCE, s.f.).
- LASCALA, Jorge Hugo, Práctica del Fideicomiso (Buenos Aires, Astrea, 2008), 392 pág.
- MACKEPRANG, Horacio C. Consejo profesional de ciencias económicas de la ciudad autónoma de Buenos Aires- El proceso de Titulación, en [http://www.consejo.org.ar/coltec/mackeprang\\_1106.htm](http://www.consejo.org.ar/coltec/mackeprang_1106.htm), (Buenos Aires, Junio, 2002)
- MARTINEZ, Oscar, El fideicomiso – una estrella del sistema financiero, en <http://edant.clarin.com/suplementos/economico/2005/11/06/n-00411.htm>, (Buenos Aires, Noviembre, 2011)
- MERIDA, Yucatán. Fideicomiso testamentario y sucesión fiduciaria, en [www.jurtotal.com/centro-info/estudios/fideicomiso.ppt](http://www.jurtotal.com/centro-info/estudios/fideicomiso.ppt) (Argentina, Marzo, 2007)
- PAVELL, Christine, Securitización (Chicago, Probus, 1989), 247 pag.
- PEREZ, Muniziaga Marta y Verón Carmen Stella, XIII Congreso Nacional de Profesionales en Ciencias Económicas,( Argentina, Octubre, 2000)
- QUINTERO M., María y FISBIN, Romina, Fideicomiso financiero. La titulización y el fideicomiso financiero, en [www.monografias.com/trabajos20/fideicomiso-financiero/fideicomiso-financiero.shtml](http://www.monografias.com/trabajos20/fideicomiso-financiero/fideicomiso-financiero.shtml) (Buenos Aires, 2004) [Abr/11].
- SOLER, Osvaldo H., CARRICA, Enrique D., NIETO BLANC, Ernesto y MORENO GURREA José A., **Fideicomiso Financiero**, en [http://www.elnotariado.com/ver\\_notas.asp?id\\_noticia=1921](http://www.elnotariado.com/ver_notas.asp?id_noticia=1921). (Argentina, Abril,
- SOLER, Osvaldo H. y Asociados. Fideicomiso, en <http://www.soler.com.ar/especiales/fin002.htm> . (Buenos Aires, febrero. 2000

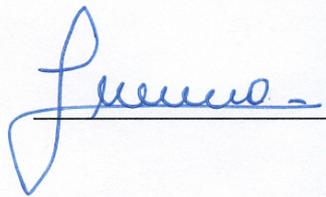
**Declaración Jurada Resolución 212/99 – CD**

---

“El/Los autor/es de este trabajo declara/n que fue elaborado sin utilizar ningún otro material que no haya/n dado a conocer en las referencias, que nunca fue presentado para su evaluación en carreras universitarias y que no transgrede o afecta derechos de terceros”.

Mendoza, (fecha)

Firma, aclaración y registro del / los alumnos: (\*)



Ivana Terranova.

REG: 24551

## **Seminario / Trabajo de Investigación**

En el carácter de docente a cargo de la dirección del Trabajo que, con el título de Fideicomiso como Herramienta Financiera, ha sido desarrollado por el/los alumno/s:

Ivana Terranova

El trabajo consta de 56 fojas, y dejo constancia que la versión cuya presentación se autoriza por la presente, es completa y definitiva y cumple con los objetivos previstos para su desarrollo.

Fecha: 03/08/2011.

Alejandro Bartolomeo  
Prof. **el Profesor que dirige**