

UNIVERSIDAD

EMPRESARIAL SIGLO 21



FIDEICOMISO FINANCIERO COMO HERRAMIENTA DE FINANCIACION PARA EL CRECIMIENTO DE UNA PYME



SEMINARIO FINAL CONTADOR PÚBLICO

2011

Montesi, Alejandra Soledad

FIDEICOMISO FINANCIERO COMO HERRAMIENTA DE FINANCIACION PARA EL
CRECIMIENTO DE UNA PYME

MONTESI, ALEJANDRA SOLEDAD

VCPB 02993

CONTADOR PÚBLICO 2011

RESUMEN

El objetivo de esta tesis es presentar y analizar los fundamentos que presenta el Fideicomiso Financiero como una alternativa de financiamiento para demostrar como con su utilización se puede paliar problemas financieros y activar la inversión en pequeñas y medianas empresas en crecimiento. En los últimos años una de las problemáticas que asecha a las PYMES es el crecimiento de los niveles de ventas que se ven reflejados en el aumento necesario de capital de trabajo generando que las empresas acudan al mercado de capitales para apaciguar dicho crecimiento buscando liquidez. Como uno de los objetivos de los Fideicomisos es la titulización de activos, surge así una opción poderosa y atractiva que permite diseñar estructuras de financiamiento a medida de cada proyecto tanto para los inversores que buscan mejores tasas de rendimiento disminuyendo el riesgo para las empresas como así también acompañar la expansión y el crecimiento. El presente trabajo pretende mostrar al Fideicomiso Financiero como una herramienta ventajosa que permite diseñar estructuras de financiamiento a medida de cada proyecto, permitiendo generar alternativas de inversión que de otro modo, por la escala del negocio no se podría realizar. Para la realización de este trabajo se analizaron los conceptos y antecedentes del Fideicomiso Financiero como así también se realiza un estudio analítico de los estados contables de una PYME. El fideicomiso es una herramienta que bien utilizada tiene un gran potencial y está creciendo de manera sostenida en los últimos años ofreciendo mayor variedad a la hora de invertir en ellos.

ABSTRACT

The objective of this thesis is to present and analyze the fundamentals of the Financial Trust as a financing alternative, in order to demonstrate and solve financial problems and activate investment in small and mid-size companies. In the last few years one of the key problems in small and mid-size companies, according to the increase of sales, is the higher levels of working capital that they need, making the companies look for liquidity in capitals market. As one of Trusts objective is assets titulization, this are powerful and attractive option allowing to make financing structures in accordance to each investor who look for better yield rates diminishing the risk like thus also accompanying companies expansion and growth. This work tries to illustrate Financial Trust as a valuable tool that allows designing financing structures in accordance to each project, and allows generating investment alternatives that otherwise, by the scale of the business could not be made. For the accomplishment of this work, concepts and backgrounds of Financial Trust were analyzed and also an analytical study of the financial statement of a small and mid-size company was made. Trust is an amazing tool that well done has a great potential and actually is the last few years is growing the use of it as an investment alternative.

CONTENIDO

OBJETIVOS	7
INTRODUCCIÓN	8
MARCO TEÓRICO.....	10
Antecedentes	12
Sujetos participantes	13
Distintas clases de Fideicomisos	14
Comparación con otras figuras	19
Análisis del Fideicomiso Financiero	21
Gráfico: evolución de emisión de Fideicomisos Financieros en pesos (excluyendo sintéticos). Periodo ene-jun (2006-2010).....	22
Gráfico: colocaciones de Fideicomisos Financieros – junio de 2010.....	23
Gráfico: financiamiento total por tipo de instrumento. Acumulado a junio de cada año.....	24
Tratamiento impositivo del Fideicomiso Financiero	26
Tratamiento contable	32
METODOLOGIA	33
DESARROLLO.....	34
Introducción.....	34
La empresa	35
Descripción de la empresa.....	35
Análisis económico y financiero de la estructura de TINUVIEL SA	39

Propuesta financiera para el crecimiento de TINUVIEL SA	42
Estructura de un Fideicomiso Financiero	42
Resumen de la operación	53
Análisis comparativo de la rentabilidad de TINUVIEL SA sin Fideicomiso Financiero y con la aplicación del mismo.	61
CONCLUSIÓN GENERAL.....	64
BIBLIOGRAFÍA.....	66
ANEXOS	68

OBJETIVOS

Objetivo general

Diseño de una estrategia Financiera a través de la utilización del Fideicomiso Financiero para acompañar las políticas de crecimiento de Tinuviel S.A.

Objetivos específicos

- Definir conceptos y relevar antecedentes de la figura del fideicomiso financiero
- Conocer y analizar el modelo económico/financiero y la operatoria de Tinuviel SA
- Realizar un estudio analítico de los estados contables en base a índices y ratios durante el periodo 2008 y 2009
- Elaborar un plan financiero como solución a los problemas a los que se enfrenta Tinuviel S.A para el año 2010

INTRODUCCIÓN

“Después del colapso del sistema bancario con el corralito, muchos pronosticaban el fin del negocio financiero por la defraudación a la confianza de los inversores. Otros, no tan pesimistas, estimaban que pasarían décadas antes que el sistema volviera a la normalidad. Como en tantos presagios catastróficos, los bancos, las empresas que buscan financiamiento para su actividad y también inversores demostraron que la ambición de reproducir el dinero resulta un potente incentivo para la imaginación. Así, sobre las ruinas de los plazos fijos nacieron los fideicomisos, los instrumentos financieros modelos de la sociedad post corralito. Pero, ¿Qué es un fideicomiso?, ¿Quiénes ganan con ese fondo?, ¿Cuál es el riesgo?, ¿Qué tasas ofrece al inversor?.” **[Chiche nuevo. Página/12, 30/04/06]**

En los últimos años, entre las diferentes crisis políticas, económicas y financieras que se generó en Argentina a fines del 2001 acompañado con una descentralización de los sistemas bancarios, surge una de las problemática que asecha a las empresas PYMES, y particularmente a TINUVIEL SA que es el crecimiento de los niveles de ventas que se ven reflejados en el aumento necesario de capital de trabajo. El aumento del capital de trabajo genera que esta, como tantas otras empresas acudan al mercado de capitales para poder apaciguar dicho crecimiento, buscando liquidez en otras fuentes de financiación diferentes a las habituales, como ser los Bancos, inversores privados, o capital propio, y aquí surge la figura del Fideicomiso, que permite de algún modo subsanar la crisis de liquidez.

A lo largo del desarrollo de esta Tesis se intentará abarcar de la forma más completa posible el tema de los Fideicomisos, de manera de demostrar como esta figura puede ofrecer una alternativa eficiente para paliar problemas de financiamiento y reactivar la inversión en empresas en crecimiento.

Luego de la crisis de 2001 en Argentina, los Fideicomisos se fueron fortaleciendo como una opción de financiación para las empresas, ante la escasez de créditos y las altas tasas de interés. Aparecen aquí los fideicomisos como una novedosa alternativa para inversores que buscan mejores rendimientos y a la vez asumir menores riesgos.

Se hará un análisis de los Fideicomisos como una herramienta de financiación para un caso específico relacionados a una empresa dedicada a

asistir financiera y técnicamente a mutuales y cooperativas; un tema muy apegado a la realidad actual del país, que dará un enfoque realista de lo que sucede actualmente en las Pequeñas y medianas empresas (Pymes), desde el punto de vista tanto del inversor como así también del lado de la financiación de un proyecto.

Para llevar adelante este trabajo se incorporarán todos los conocimientos adquiridos durante el cursado de diferentes materias en la Universidad Empresarial siglo 21, como así también la investigación sobre estos instrumentos complementada con la información que pude relevar de diferentes bibliografías recomendadas por especialistas.

Después de conocer las definiciones necesarias para adentrar en el tema y las normas relacionadas, se propondrá como posible solución de financiación para la empresa Tinuviel un Fideicomiso Financiero mostrando su avance y mostrando la importancia que fue creando para la empresa, fortaleciéndose como una herramienta de financiamiento novedosa.

MARCO TEÓRICO

Según Norberto Mathys, director comercial del Banco de Valores, “Los fideicomisos financieros se han convertido luego de la crisis del año 2001 en la principal fuente de financiamiento en el mercado de capitales, mercado que mostró esta alternativa antes que reapareciera el crédito en el sistema financiero”.¹

El Fideicomiso como herramienta legal, económica y financiera, a diferencia de una Sociedad, o de cualquier otra figura jurídica, es más versátil y dinámico por el cual se pueden estructurar casi cualquier negocio viable.

La Ley 24.441 realiza únicamente una distinción entre *fideicomiso ordinario* y *fideicomiso financiero*, las demás clases aparecen en la práctica y del análisis de la doctrina.

Así, existen fideicomisos de administración, inmobiliarios, de garantía, públicos, testamentarios, financieros, etc.

La Mencionada ley 24.441, denominada “Financiamiento de la vivienda y la construcción”, estableció en enero de 1995 la figura del fideicomiso. El artículo 1º de la ley definió al fideicomiso diciendo que “habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario) ya a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario”.

Para que haya fideicomiso es requisito indispensable que existan bienes cuya propiedad se transfiera para cumplir un fin determinado. En otras palabras debe existir un bien, dos partes y un encargo, instrucción o mandato fiduciario².

Por lo mencionado anteriormente el fideicomiso no es un sujeto de derecho, sino un patrimonio segregado que es propiedad y debe ser administrado de acuerdo al mandato fiduciario por un sujeto de derecho (fiduciario).

Ejemplo: “Si soy propietario de un inmueble y deseo beneficiar a otras personas (mis hijos) pero sin transferirle los bienes directamente (pues son menores de edad) puedo transmitir la propiedad fiduciaria del mismo a una

¹ Fuente: Revista “CEO ARGENTINA”, PricewaterhouseCoopers. Año 3.Nº 6. 2007

² Nicolás Malumian, Fideicomiso y securitización. Análisis legal, fiscal y contable. 2º Edición. Pág. 18

persona de mi confianza (un amigo con reconocida capacidad para administrar inmuebles) con el encargo fiduciario de alquilarlo y darle los frutos del alquiler a mi hijo menor por un plazo de 10 años. Al cumplirse el plazo estipulado el fiduciario (mi amigo) deberá entregar el inmueble a mi hijo mayor”³.

Se debe mencionar que los bienes Fideicomitidos según la Ley 24.441 “quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del Fiduciario. Tampoco podrán agredir los bienes Fideicomitidos los acreedores del Fiduciante, quedando a salvo la acción de fraude. Los acreedores del beneficiario podrán ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes Fideicomitidos y subrogarse en sus derechos”.

Con respecto a la aplicación de las instituciones del concurso preventivo y de la quiebra, el artículo 16 de la ley en cuestión manifiesta que “la insuficiencia de los bienes Fideicomitidos para atender a estas obligaciones, no dará lugar a la declaración de su quiebra”. La ley en este caso optó por extinguir a los fideicomisos por medio de una liquidación que se realiza el fiduciario sin acudir a procesos erróneos.

Entre las Ventajas más importantes del Fideicomiso Financiero se destacan:

Por un lado recupera la liquidez y diversifica el riesgo.

Cuando las entidades transmiten créditos al fideicomiso logran fondearse, estimular el crédito a largo plazo cuya idea principal es recuperar la liquidez para continuar otorgando créditos.

En caso de negligencia del Fiduciario, o del Fiduciante, o cualquiera de los actores contratados por el fideicomiso para que cumplan alguna función dentro del mismo, el mismo contrato de Fideicomiso estipula disparadores protegiendo legalmente el activo fideicomiso, o sea el patrimonio del Fideicomiso, lo que implica que siempre se protege los intereses de los beneficiarios.

Los fondos son captados directamente por inversores, lo que permite evitar intermediación financiera, además de poder obtener fondos sin aumentar el pasivo de la sociedad.

A través de esta herramienta se logra financiamiento a muchas empresas que por medio de otra alternativa no podrían obtenerla.

³ Nicolás Malumian, Fideicomiso y securitización. Análisis legal, fiscal y contable. 2º Edición. Pág. 4

Antecedentes

Se hace referencia aquí al origen del fideicomiso en Argentina y su evolución hasta la actualidad, dejando de lado el estudio puntual de la evolución del trust y el concepto de fiducia desde el Derecho Romano.

Antes de la publicación de la ley 24.441, que hoy en día es la que regula el fideicomiso, existieron algunos casos aislados que encuadraban en lo previsto en el artículo 2662 del Código Civil y en figuras legales particulares.

Cabe mencionar que hubo muchos proyectos de ley para intentar regular la figura del fideicomiso, uno de los más importantes es el elaborado en 1969 por una comisión de juristas:

“De este proyecto se destaca que a diferencia de la concepción actual, limitaba los bienes que podrían ser objeto de fideicomiso a equipos importados o inmuebles en propiedad horizontal o incluidos en planes de vivienda, y los posibles fiduciarios se restringían a las entidades financieras.”⁴

Otro antecedente de la utilización de esta figura lo encontramos en la Ley 23.696 que tomaba al fideicomiso con el fin de instrumentar programas de propiedad participada de empresas privatizadas.

Finalmente, se llega a lo que actualmente es la base de regulación del fideicomiso en Argentina, haciendo referencia a que la Ley 24.441 no tiene sus raíces inspiradas en el derecho Romano como el fideicomiso encuadrado en el art. 2662 del Código Civil, es una nueva institución inspirada en el trust anglosajón⁵ y adaptada al sistema continental.

Por último, se considera de importancia mencionar en estos antecedentes que, paralelamente a las regulaciones de la ley 24.441, intervienen las regulaciones que desarrolla la Comisión Nacional de Valores para la constante armonía en el uso práctico de la figura.

⁴ Nicolas Maulumian / Adrian G Diplotti / Pablo Gutierrez (2006), “Fideicomiso y Securitización”, Pág., 15

⁵ El trust tiene una mayor inclinación hacia la concepción germanista del negocio fiduciario ya que no sólo se limita a desdoblarse la operación en dos negocios jurídicos, uno formal y otro sustancial o económico, sino que da un paso más pues crea un patrimonio de afectación.

Sujetos participantes

Los sujetos que forman parte del contrato de fideicomiso según la Ley 24.441 son:

1. **Fiduciante:** es la parte que transmite la propiedad de un bien y le encomienda el cumplimiento de una tarea al fiduciario. La regla general es que el fiduciante solo tiene poderes de disposición sobre los bienes fideicomitidos hasta la transferencia de la propiedad fiduciaria. Si bien la ley habla del fiduciante en singular nada obsta a que exista multiplicidad de fiduciantes.
2. **Fiduciario:** es la parte que ejerce la propiedad fiduciaria para cumplir el encargo fiduciario. En relación a las cualidades el artículo 5 de la Ley establece que "el fiduciario podrá ser cualquier persona física o jurídica". Sin embargo existen dos excepciones a este principio, el fiduciario ordinario público y el fiduciario financiero. Este principio y sus excepciones permiten que cualquier persona pueda actuar como fiduciario de un fideicomiso ordinario, pero que se requiera de una autorización para ofrecer los servicios fiduciarios al público o para actuar como fiduciario de un fideicomiso financiero.
3. **Beneficiario:** es quien tiene el derecho a los beneficios económicos que emerjan del patrimonio fiduciario. El beneficiario no es parte del contrato de fideicomiso sino que revisten esta calidad fiduciante y el fiduciario. Sin embargo, considerando que el contrato de fideicomiso es a favor del beneficiario, sería recomendable que él mismo firme el contrato constitutivo del fideicomiso aceptando tanto las ventajas emergentes del mismo como así también las eventuales obligaciones que el mismo le imponga.
4. **Fideicomisario:** Bajo el derecho Argentino el fideicomisario es la parte que tiene el derecho a recibir el bien al finalizar el fideicomiso. Este participante diferencia del beneficiario que es aquél que recibe los frutos de los bienes fideicomitidos a los largo de la vida del fideicomiso. No existe problema alguno que la misma persona sea beneficiario y fideicomisario.

Distintas clases de Fideicomisos

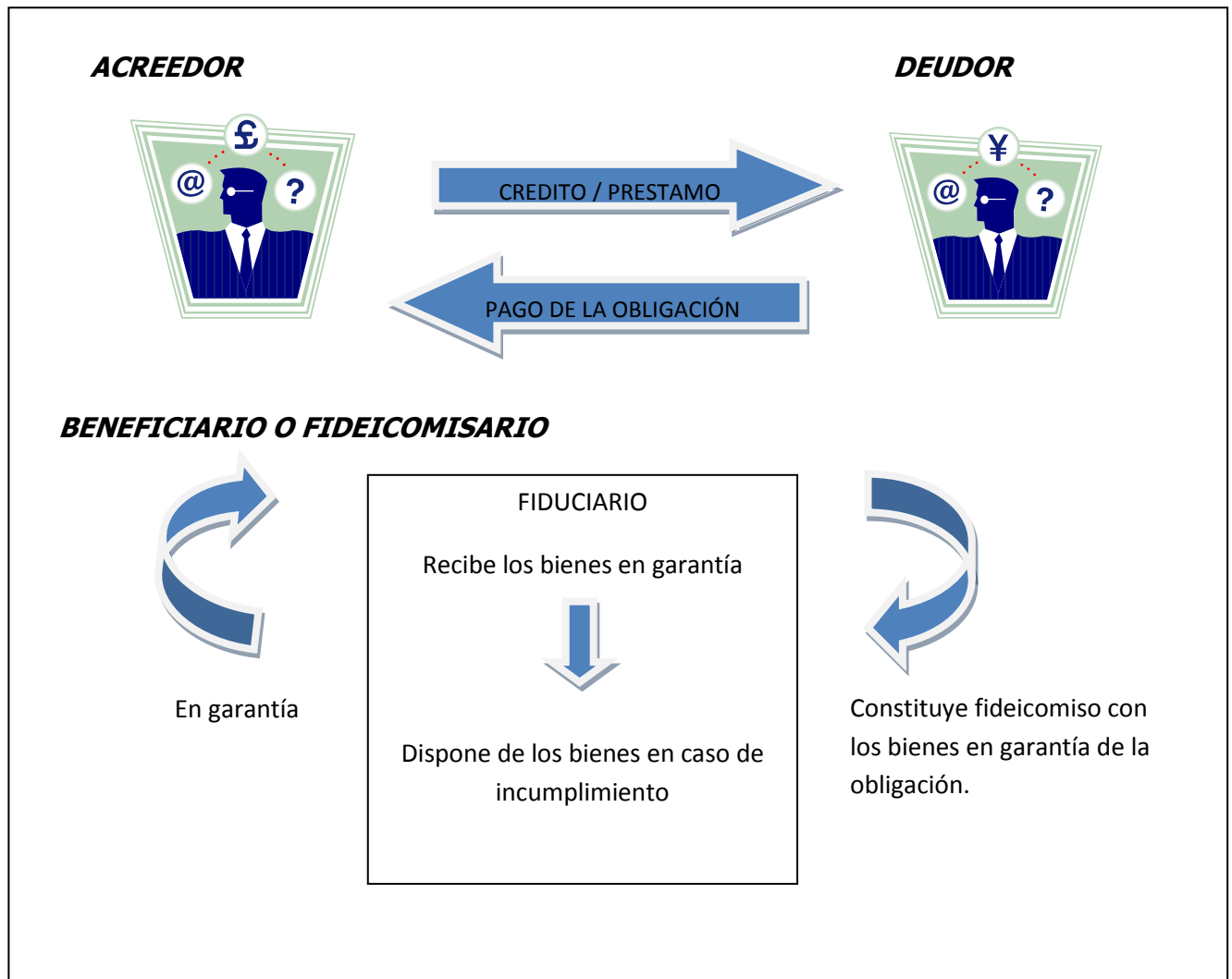
Si bien el fideicomiso puede ser aplicado a un sin número de situaciones, se enumera a continuación aquellas que más frecuentemente a parece en la práctica:

Fideicomiso Testamentario: en esta figura el fiduciante establece por testamento el nombramiento de un fiduciario para que administre y eventualmente distribuya su patrimonio entre quienes revisten el carácter de herederos, conforme a las normas legales de fondo y al propio testamento.

La ley 24.441 prevé expresamente esta figura en su art. 3º, contemplando así mismo la posibilidad de que el fiduciario no acepte su rol, en cuyo caso deberá ser reemplazado, aplicando para ello el mecanismo de sustitución dispuesto en el art. 10 texto legal.

Fideicomiso de Garantía: se constituye de manera tal de funcionar como garantía de una deuda que el fiduciante posee con un tercero. En consecuencia, se instruye al fiduciario para que, en caso de no ser abonada la suma debida, se utilice el patrimonio fideicomitado par cancelar la deuda del fiduciante, ya sea mediante la entrega del bien al acreedor o enajenando el mismo y utilizando el producido de su venta par el pago de la acreencia.

Título: Esquema Fideicomiso de Garantía



Fuente: recopilación de datos Informe mensual de Fideicomisos – Nora Trotta, Guido Micele y foro económico financiero Reuters.

Fideicomiso Inmobiliario: en esta modalidad se tiene por objeto la realización de una obra de construcción, cuyo objeto final suele ser:

- Enajenar las unidades a terceros, distribuyendo las unidades entre los beneficiarios, o
- Adjudicar las unidades a aquellos que realizaron las inversiones para llevar a cabo el emprendimiento (fiduciantes o inversores), quienes a su vez asumen el carácter de beneficiarios o fideicomisarios.

Fideicomiso Agropecuario: se trata de un fondo fiduciario que ha cobrado un importante auge en los últimos tiempos, constituido fundamentalmente para la realización de un emprendimiento de naturaleza agropecuaria (siembra y cosecha; cría de ganado, etc.)

Cada uno de los sujetos que asumen el carácter de fiduciantes aportan al fideicomiso los distintos elementos necesarios para la consecución del objetivo del fondo: campos, insumos, recursos monetarios, etc.

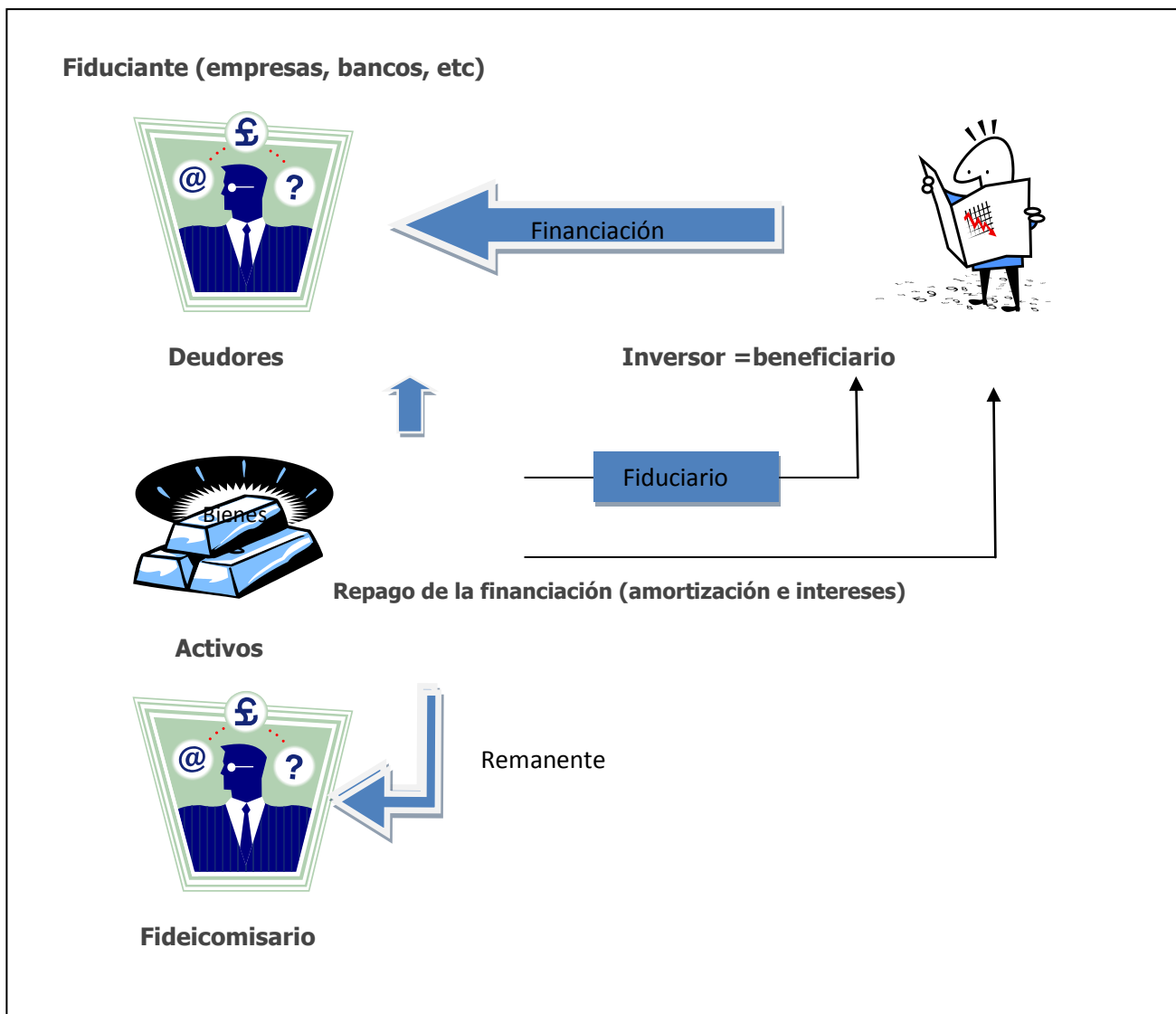
El rol del fiduciario suele ser desempeñado por algún sujeto capacitado en materia de negocios agropecuarios, quien llevará adelante el emprendimiento, repartiéndose al finalizar el mismo las utilidades entre los beneficiarios (que suelen coincidir con los fiduciantes).

Fideicomiso Financiero: es el único fondo fiduciario que posee una regulación específica en la ley 24.441. Se trata de un instrumento destinado fundamentalmente a la obtención de recursos para los más diversos fines, a través de la titulación de los activos que componen el patrimonio del fondo.

Es decir, se permite a estos fideicomisos la emisión de títulos valores con respaldo en el patrimonio fiduciario, posibilitando las siguientes ventajas:

- Para el fideicomiso: hacerse de fondos como resultado de la colocación de los títulos emitidos, utilizando los mismos en pos del objetivo para el cual fue creado.
- Para los tenedores de los títulos: contar con un título respaldado por un patrimonio autónomo (fuera del alcance de los acreedores de los fiduciantes y del fiduciario), el que además podrá ser negociado en los mercados de valores, cuando se trate de fideicomisos que realicen oferta pública.

Título: Esquema Fideicomiso Financiero



Fuente: recopilación de datos Informe mensual de Fideicomisos – Nora Trotta, Guido Micele y foro económico financiero Reuters.

Caracteres del contrato de fideicomiso

Los caracteres del contrato de fideicomiso:⁶

- ❖ Consensual, ya que produce efectos desde que las partes manifiestan recíprocamente su consentimiento, resultando la entrega de los bienes en propiedad un acto de ejecución del convenio, cuya falta autoriza a reclamar la entrega y el otorgamiento de las formalidades que imponga la naturaleza de los bienes.
- ❖ Bilateral, pues genera obligaciones recíprocas para fideicomitente (debe entregar la cosa y la remuneración del encargo) y fiduciario (debe administrar la cosa de acuerdo con las disposiciones de la convención).
- ❖ Oneroso, ya que el beneficio que procura a una de las partes sólo le es concedido por una prestación que ella le ha hecho o se obliga a hacerle y el constituyente del fideicomiso debe al fiduciario una comisión.
- ❖ No formal, aunque en su constitución requiere escritura pública u otras formas determinadas, según la naturaleza de los bienes fideicomitados, no obstante dada su importancia económica lógica su conclusión debe efectuarse en forma escrita, aún en documentos privados.

⁶ Nicolas Maulumian / Adrian G Diplotti / Pablo Gutierrez (2006), "Fideicomiso y Securitización", Pág., 28

Comparación con otras figuras

Es necesaria la comparación con algunas figuras a fin de entender mejor el contrato de fideicomiso

Mandato

Según el Código Civil en su artículo 1869 " El mandato, como contrato, tiene lugar cuando una parte da a otra el poder, que ésta acepta, para representarla, al efecto de ejecutar en su nombre y de su cuenta un acto jurídico, o una serie de actos de esa naturaleza".

El Código de comercio lo define diciendo que "El mandato comercial, en general, es un contrato por el cual una persona se obliga a administrar uno o más negocios lícitos de comercio que otra le encomienda. El mandato comercial no se presume gratuito".

Se puede notar que tanto en el mandato como en el fideicomiso existe una instrucción de una persona a otra para realizar determinados actos, pero en el mandato el mandatario no asume la propiedad de los bienes como se pudo ver en el contrato de fideicomiso.

A su vez el mandatario actúa por cuenta y en nombre de otra persona, mientras que el fiduciario actúa en su rol de fiduciario y no por cuenta del fiduciante.

El contrato de fideicomiso no se ve afectado por la muerte del fiduciante o del fiduciario salvo casos específicos donde se hubieran establecido en el contrato, pero a diferencia el mandato se extinguirá por la muerte del mandante y del mandatario.

Usufructo

El usufructo está definido por el código civil en su artículo 2807 como "El derecho real de usar y gozar de una cosa, cuya propiedad pertenece a otro, con tal que no se altere su substancia".

Se entiende así, que el usufructuario posee una cosa que no es propiedad de el, pudiendo disfrutarla y utilizarla sin ser su dueño, por lo que no podrá enajenarla sin el consentimiento del propietario.

En el usufructo, el usufructuario tiene un derecho real que forma parte de su patrimonio y no tiene ninguna relación con una instrucción en particular.

Prenda Hipoteca

La prenda es "el derecho real de garantía que recae sobre una cosa mueble o un crédito que entrega el constituyente al acreedor o a un tercero designado por ambos de común acuerdo en seguridad de una deuda" (Mariani de Vidal, Marina, Curso de Derechos Reales, Zavalía Editor, Buenos Aires, 1993, t.3, p.228.).

El artículo 3108 del Código Civil define a la Hipoteca como "el derecho real constituido en seguridad de un crédito en dinero, sobre los bienes inmuebles, que continúan en poder del deudor".

A diferencia de la prenda o hipoteca, en el contrato de fideicomiso en caso de incumplimiento no es necesario el inicio de un juicio de ejecución hipotecaria debido a que el fiduciario debe proceder inmediatamente a la liquidación del bien.

Análisis del Fideicomiso Financiero

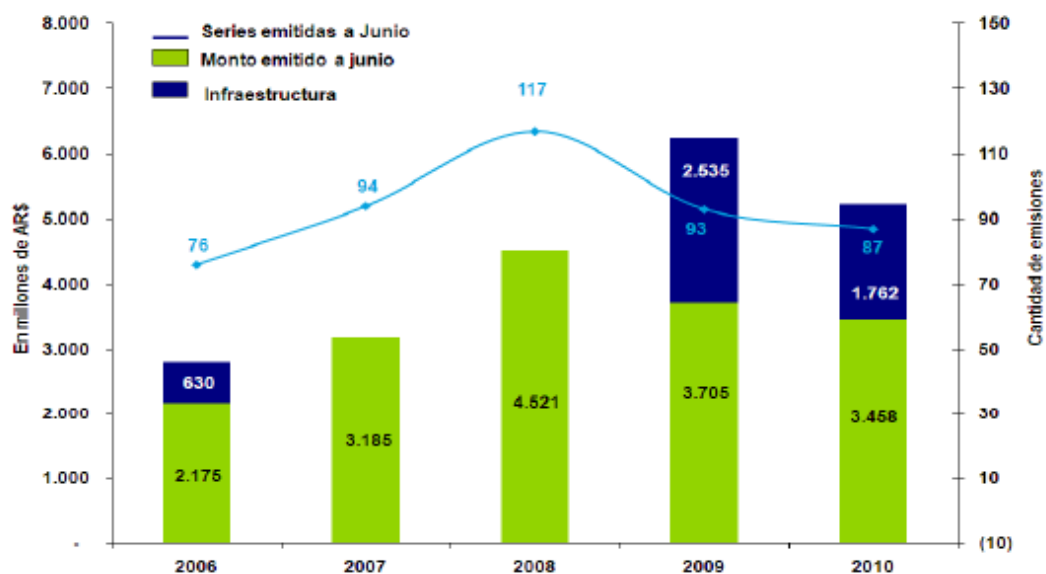
ARTICULO 19. LEY 24.441 – “Fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos. Dichos certificados de participación y títulos de deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública. La Comisión Nacional de Valores será la autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros, pudiendo dictar normas reglamentarias”.⁷

Las dos características principales que posee el Fideicomiso Financiero son:

- 1) El fiduciario, solamente puede ser una entidad financiera o una entidad autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV), por el cual a diferencia del Fideicomiso Ordinario, quedan excluidas las personas físicas y jurídicas no autorizadas por CNV.
- 2) El Fideicomiso Financiero puede emitir títulos valores representativos de deuda, que puede asimilarse legal y contablemente a las Obligaciones Negociables, y certificados de participación, asimilables estos últimos a las acciones, cuyos tenedores de los certificados de participación son los beneficiarios del fideicomiso, cuya garantía son los activos fideicomitados. De esta manera se puede convertir un activo ilíquido en líquido, transformándolo en títulos valores, ya que por un lado se realiza una venta de un activo, como ser un derecho de cobro de un activo al Fideicomiso, este último emite títulos valores (valores representativos de deuda o certificados de participación), y en contrata posición a la venta de los títulos valores, se le entrega a los Fiduciantes tenedores de esos títulos valores, dinero, haciéndose efectiva la operación. Si luego de que el Fideicomiso pague todos los valores representativos de deuda, mas los gastos que se incurran para dicha operación, quedaran fondos en el Fideicomiso, el fiduciario estaría en condiciones de distribuir dicha utilidad entre los tenedores de los certificados de participación.

⁷ Anexo 1- Ley 24.441 Fideicomisos Financieros.

Gráfico: evolución de emisión de Fideicomisos Financieros en pesos (excluyendo sintéticos). Periodo ene-jun (2006-2010)



Elaboración informe Deloitte. banking newsletter de novedades financieras. Nro. 71, junio 2010. Fuente BCBA.

Claramente se puede ver la evolución de los montos y cantidades emitidas de Fideicomiso Financieros con oferta pública, obteniendo un crecimiento constante y parejo a través de los años.

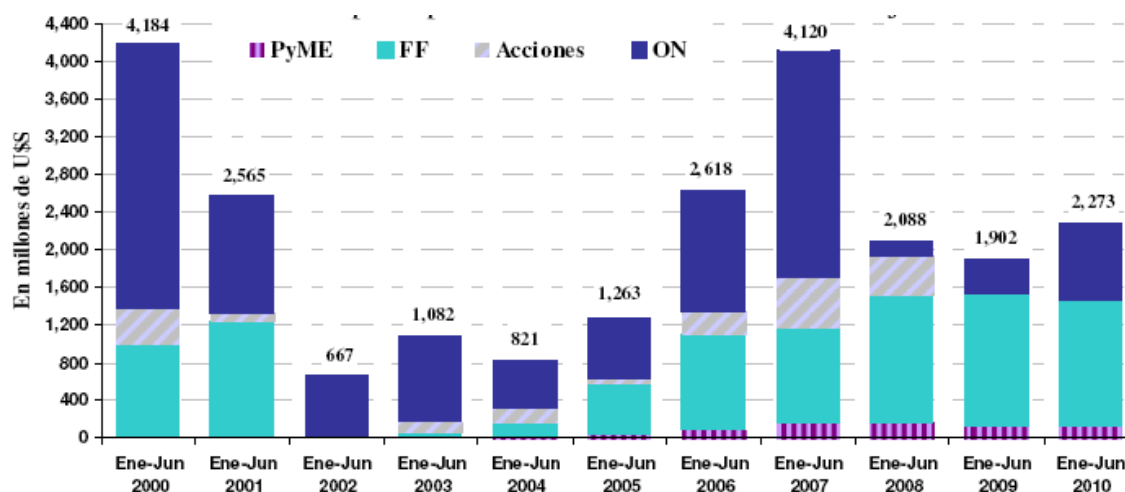
Gráfico: colocaciones de Fideicomisos Financieros – junio de 2010.

Ref	Fideicomiso	Fiduciante	Monto (ARS M)	Título Senior			
				Cupón	Tasa de Corte	Calif.	Dur
1	Tarshop LX	Tarshop S.A.	45,00	V	11,73%	AAA	3,7
2	Garbarino LXII	Garbarino S.A.I.C. e I.	100,16	V	11,49%	AAA	3,6
3	Mil II	Mutual de Integración Latinoamericana	7,17	V	15,55%	AA	5,9
4	Tarjeta Actual II	Actual S.A.	21,12	V	16,05%	AA	5,2
5 F	Supervielle Créditos Banex XXXVI	Banco Supervielle S.A.	80,00	F	11,50%	AAA	3,9
5 V				V	13,62%	AAA	14,4
6	Consubond LXXVII	Banco Saenz S.A.	70,57	V	11,39%	AAA	3,7
7	Best Consumer Finance XI	Banco de Servicios y Transacciones S.A	85,00	V	13,51%	AA	5,5
8	Cuencred XIII	Caja de Crédito Cuenca CL.	22,73	V	13,98%	AAA	11,3
9	Megabono LIII	Electrónica Megatone S.A.	51,09	V	11,44%	AAA	3,9
10	Red Mutual XIV	Asociación Mutual Unión Solidaria	36,57	V	13,56%	AAA	11,3
11	CMR Falabella XXII	CMR Falabella S.A.	100,97	F	12,23%	AAA	3,9
12	Secubono LIV	Carsa S.A. - Credinea S.A.	49,27	V	11,38%	AAA	4,8
			669,6				

Elaboración informe Deloitte. banking newsletter de novedades financieras. Nro. 71, junio 2010. Fuente BCBA.

En dicho gráfico, se puede observar que las grandes cadenas de electrodoméstico, como Garbarino, Falabela, Megatone, entre otras, o las grandes financieras como Cooperativa Cuenca Ltda., como también tarjetas de Créditos provinciales como ser Tarjeta Actual, o Tarjetas importantes al estilo de Tarjeta Shopping, todos se financian a través del mercado de capitales, utilizando la herramienta de Fideicomiso Financiero, convirtiendo un activo ilíquido en líquido, como por ejemplo cupones de tarjetas de créditos (Tarshop o Tarjeta Actual, entre otros), como así también créditos otorgados a consumo (Cuencred, Falabela, Secubono, Red Mutual, Consubond, Garbarino, entre otros), con montos de emisión de entre 7 y 100 millones de pesos, montos realmente importantes y tasas de financiación que van del 11% al 15% (TIR, en ambos casos), tasas realmente competitivas para las condiciones actuales de mercado.

Gráfico: financiamiento total por tipo de instrumento. Acumulado a junio de cada año.



Informe IAMC (Instituto Argentino de Mercado de Capitales). Junio 2010. Fuente BCBA.

“En este gráfico se puede observar que el financiamiento a través de Fideicomisos Financieros (FF) cayó 7.1%. En los primeros seis meses de 2010 se colocaron 84 FF por U\$S 1,333 millones, mientras que en el mismo período de 2009 se obtuvieron U\$S 1,434 millones por la emisión de 90 FF.

Igualmente, los fideicomisos financieros continuaron siendo el instrumento más utilizado, representando el 58.6% del total emitido. El 64% de los FF correspondió a aquellos cuyos activos subyacentes están relacionados con el consumo, (préstamos personales y cupones de tarjeta de crédito, 51.3% y 12.7%, respectivamente), el 34.2% correspondió a FF cuyo objetivo es la realización de obras públicas, y el remanente se dividió entre FF estructurados (1%), agrícolas (0.6%) y de leasing (0.2%).

El 61.8% del financiamiento a grandes empresas se obtuvo a través de FF, mientras que 38.2% fue mediante ON.

El monto obtenido por el segmento de empresas PyME fue de U\$S 135.9 millones, representando el 6% del total. Con respecto al monto acumulado a junio del año 2009, el financiamiento PyME se incrementó un 5.5%, debido a la suba en los cheques de pago diferido (22.3%) y a pesar de la baja en las colocaciones de FF (-51.2%).

Los cheques de pago diferido (CPD) fueron el principal instrumento de financiamiento PyME, con U\$S 121.7 millones (89.5% del total), seguidos por los FF (9.8% del total) y las ON (0.7%).

El 92% del monto de las emisiones PyMEs fue avalado por Sociedades de Garantías Recíprocas.”⁸

⁸ Según Informe IAMC (Instituto Argentino de Mercado de Capitales). Junio 2010. Fuente BCBA.

Tratamiento impositivo del Fideicomiso Financiero

A continuación se analizará el tratamiento impositivo aplicable a Fideicomisos Financieros para conocer sus cualidades:

Impuesto a las Ganancias

La ley del Impuesto a las Ganancias (Ley 20.628 y sus modificaciones, en adelante la "LIG") establece, en su artículo 69, inciso a), punto 6, que los fideicomisos financieros constituidos en el país conforme las disposiciones de la Ley 24.441 son sujetos pasivos del tributo. El último párrafo del mencionado inciso establece que quienes asumen la calidad de fiduciarios, conforme la ley de Procedimientos Tributarios (Ley 11.683, t. o. en 1998 y sus modificaciones) son responsables en su calidad de administradores de ingresar el impuesto correspondiente al fideicomiso.

Al respecto, el Decreto Reglamentario de la LIG (Decreto 1344/98 y sus modificaciones"), en el artículo 70.1, dispone que el fiduciario, quien adquiere la condición de "responsable por deuda ajena", deberá ingresar en cada año fiscal el impuesto que se devengue sobre las ganancias imponibles obtenidas con motivo del ejercicio de la propiedad fiduciaria. La tasa del impuesto es del 35 % y se aplica sobre la ganancia neta total obtenida en dicho ejercicio de acuerdo con las disposiciones de la LIG que rigen la determinación de las ganancias de la denominada "tercera categoría" (que, en términos generales, establece las disposiciones aplicables a las rentas obtenidas por empresas locales).

A tales fines, se considerará como año fiscal el establecido en el primer párrafo del artículo 18 de la LIG, es decir, el año calendario.

En tal sentido, es importante mencionar que se deberá efectuar la inscripción del Fideicomiso ante la AFIP, a los efectos de poder cumplir con lo indicado precedentemente.

Deducción de los intereses de los valores de deuda fiduciaria

De acuerdo con las disposiciones de la LIG, como regla general, el Fideicomiso podrá deducir aquellos gastos necesarios para obtener, mantener y conservar la ganancia gravada, con las limitaciones dispuestas por dicha norma.

En este sentido, los intereses que se paguen por Valores de Deuda Fiduciaria constituirán gastos inherentes a la actividad específica del Fideicomiso y, por ende, serán deducibles de la ganancia gravada en la medida de su devengamiento en función del tiempo.

Deducción de utilidades

Como regla general, los importes que corresponda asignar en concepto de distribución de utilidades de certificados de participación no son deducibles de las ganancias de los fideicomisos financieros, aunque anteriormente, hasta Octubre del 2008, para darle un beneficio a la herramienta, toda la utilidad de los Certificados de Participación se podían deducir de la Base imponible de impuesto a las Ganancias, siempre y cuando los Fideicomisos Financieros cumplieran con algunos requisitos.

Tratamiento para los inversores

De acuerdo con las disposiciones del inciso b) del artículo 83 de la Ley 24.441, los resultados provenientes de la compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición, así como los intereses, actualizaciones y ajustes de capital de títulos de deuda y certificados de participación en fideicomisos, se encuentran exentos del impuesto a las ganancias, excepto, para los sujetos comprendidos en el Título VI de la LIG (usualmente llamados "sujetos empresa").

Estos sujetos son, entre otros, las sociedades anónimas; las sociedades en comandita por acciones en la parte que corresponde a los socios comanditarios; las sociedades de responsabilidad limitada; las sociedades en comandita simple y la parte correspondiente a los socios comanditados de las sociedades en comandita por acciones; las asociaciones civiles y fundaciones; las entidades y organismos a que se refiere el artículo 1 de la ley 22.016; los fideicomisos constituidos conforme las disposiciones de la ley 24.441, excepto aquellos en los que el Fiduciante posea la calidad de beneficiario (excepción

que no es aplicable en los casos de fideicomisos financieros o cuando el fiduciante-beneficiario sea beneficiario del exterior), los fondos comunes de inversión no comprendidos en el primer párrafo del artículo 1 de la ley 24.083; toda otra clase de sociedades o empresas unipersonales constituidas en el país; los comisionistas, rematadores, consignatarios y demás auxiliares de comercio no incluidos expresamente en el artículo 79 de la LIG.

El tratamiento exentivo será aplicable siempre que los referidos títulos sean colocados por oferta pública, en tanto sean emitidos por el Fiduciario respecto de fideicomisos que se constituyan para la titulación de activos.

Cuando se trate de beneficiarios del exterior, también rige la exención señalada, aclarándose que no son aplicables las disposiciones de los artículos 21 de la LIG y 106 de la Ley de Procedimiento Tributario 11.683, en cuanto limitan los efectos de exenciones o desgravaciones totales o parciales del impuesto a las ganancias.

Por lo expuesto, los resultados provenientes de la compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición de los Valores Fiduciarios se encontrarán gravados para los tenedores locales que revistan la condición de "sujetos empresa" y exentos para las personas físicas y sucesiones indivisas locales y para los beneficiarios del exterior.

Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta

De acuerdo con lo establecido por el inciso f) del artículo 2 de la Ley del Impuesto (Ley 25.063 y sus modificaciones), los fideicomisos financieros no revisten la condición de sujetos pasivos del tributo.

Por lo expuesto, el Fideicomiso no será sujeto de este impuesto.

Tratamiento para los inversores

Las sociedades domiciliadas en el país, las asociaciones civiles y fundaciones domiciliadas en el mismo, las empresas o explotaciones unipersonales ubicadas en el país pertenecientes a personas domiciliadas en el mismo, las entidades y organismos a que se refiere el artículo 1º de la Ley 22.016, las personas físicas y sucesiones indivisas titulares de inmuebles rurales en relación con dichos inmuebles, los fideicomisos constituidos en el país conforme las disposiciones de la Ley 24.441 (excepto los fideicomisos financieros previstos en los artículos 19 y 20 de dicha ley), los fondos comunes

de inversión constituidos en el país no comprendidos en el primer párrafo del artículo 1º de la ley 24.083 y los establecimientos estables domiciliados o ubicados en el país pertenecientes a sujetos del exterior, son sujetos pasivos, debiendo tributar el 1 % de sus activos valuados de acuerdo con las disposiciones de la ley del tributo.

Por lo tanto, en el caso que los Inversores sean algunos de los sujetos mencionados, corresponderá aplicar el tributo de conformidad con las pautas señaladas sobre la tenencia de los Valores Fiduciarios.

Impuesto al Valor Agregado

El artículo 4º de la ley del impuesto dispone que son sujetos pasivos del mismo "cualquier ente individual o colectivo", en tanto realicen alguna de las actividades gravadas enumeradas en el mismo.

En la medida en que el Fideicomiso califique como sujeto del tributo y realice algún hecho imponible, deberá tributar el impuesto sobre la base imponible correspondiente, salvo que proceda la aplicación de alguna exención. Actualmente la alícuota general del tributo es del 21 %.

El artículo 84 de la ley 24.441, ha dispuesto que "...cuando los bienes fideicomitidos fuesen créditos, las transmisiones a favor del fideicomiso no constituirán prestaciones o colocaciones financieras gravadas".

Agrega el mismo artículo que el sujeto pasivo del impuesto, cuando el crédito incluya intereses de financiación, continuará siendo el fiduciante, salvo que el pago de dichos intereses deba efectuarse al cesionario o a quien éste indique, en cuyo caso será quien lo reciba el que asumirá la calidad de sujeto pasivo, lo que en términos concretos significa su obligación de ingresar los débitos que originan los intereses generados por los préstamos.

Tratamiento para los inversores

Conforme lo dispuesto por el inciso a) del artículo 83 de la Ley 24.441, las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación de títulos de deuda y certificados de participación, se encuentran exentas del impuesto al valor agregado, siempre que se trate de fideicomisos financieros que se

constituyan para la titulización de activos cuyos títulos sean colocados por oferta pública.

Se asume que en el caso del Fideicomiso se cumplirán esos requisitos, por lo que los intereses y las utilidades de los Valores Fiduciarios se encontrarán exentas del impuesto.

Impuesto Sobre los Bienes Personales

Para el caso de fideicomisos financieros constituidos de acuerdo con los artículos 19 y 20 de la Ley 24.441, en virtud de lo previsto por la ley del impuesto (Ley 23.966 y sus modificaciones) el Fideicomiso no será sujeto pasivo del tributo, ni el Fiduciario será responsable por el ingreso del mismo respecto de los activos fideicomitidos.

Tratamiento para los inversores

De conformidad con lo dispuesto por la ley del impuesto, las personas físicas y las sucesiones indivisas domiciliadas o radicadas en la Argentina, se encuentran sujetas al tributo. Adicionalmente, las personas físicas o sucesiones indivisas domiciliadas o radicadas en el exterior se encuentran sujetas al gravamen solo respecto de los bienes que tuvieren en la Argentina.

Por lo tanto, las personas físicas y las sucesiones indivisas domiciliadas en el país deberán incorporar los Valores Fiduciarios a sus bienes alcanzados por el impuesto.

En el caso que los Inversores sean personas físicas o sucesiones indivisas domiciliadas o, en su caso radicadas en el exterior, será de aplicación el Régimen de Responsables Sustitutos previsto en el Artículo 26 de la ley del tributo, según el cual toda persona de existencia visible o ideal que tenga el dominio, posesión, uso, goce, disposición, depósito, tenencia, custodia, administración o guarda de los citados títulos y certificados deberá ingresar con carácter de pago único y definitivo el 1,25 % del valor de los mismos al 31 de diciembre de cada año, sin computar el mínimo exento. No corresponderá el ingreso del gravamen si el monto a ingresar es inferior a \$ 255,75.

Las sociedades, empresas, establecimientos estables, patrimonios de afectación o explotaciones domiciliados, radicados o ubicados en la Argentina o en el exterior, excepto para el caso del siguiente párrafo, no estarán sujetos al impuesto bajo análisis respecto de sus tenencias de los Valores Fiduciarios.

Impuesto sobre los Ingresos Brutos

El Fideicomiso tiene el mismo tratamiento que una sociedad, es decir que si los activos fideicomitidos se encuentran comprendidos por una exención, entonces el fideicomiso será exento del impuesto, en cambio si no la tienen grava de la misma manera que cualquier sociedad. Si los activos fideicomitidos se originan dentro de diferentes jurisdicciones/provincias, el Fideicomiso queda comprendido dentro del Convenio Multilateral.

Tratamiento para los inversores

Para aquellos inversores que tengan habitualidad en la compra/venta de títulos valores emitidos por Fideicomisos Financieros, los ingresos que provengan de dichos títulos se encuentran gravados por el impuesto, en cambio si no fueran habitualistas, dichos inversores quedan exentos del impuesto.

Tratamiento contable

Transmisión Fiduciaria con contraprestación

Como contraprestación de la transmisión fiduciaria puede tomarse como ejemplo el dinero, la adquisición de un derecho, o la recepción de títulos valores Fiduciarios, pero que exista una contraprestación no se refiere a una venta efectiva de la cosa, ya que para que la venta sea tratada como tal, debe existir una transferencia efectiva del control de los bienes fideicomitidos.

En el caso de que exista una venta efectiva, otorgando el control de los activos, el Fiduciante deberá registrar en su contabilidad la transferencia Fiduciaria de los bienes afectados, lo que implicará que tendrá que dar de baja un activo, y al mismo tiempo tener otro activo en contraprestación, como ser título valores, por ejemplo.

En cambio si la operación no se da como una venta efectiva, los bienes fideicomitidos deben reflejarse como una cuenta donde se refleje la afectación al fideicomiso, como ser un fideicomiso de garantía, donde el activo sigue estando en el patrimonio del fiduciante, con el control por el mismo, pero se encuentra en garantía sobre alguna operación en particular.

Algo similar ocurre en el Fideicomiso, donde si la operación se trasluce como una venta efectiva, los bienes son incorporados al Patrimonio del fideicomiso, y en cierta forma también se refleja en el patrimonio la contraprestación que el mismo tendría a favor de los beneficiarios, acreedores o fideicomisarios. En cambio si la operación no refleja ninguna venta de los activos, dentro del patrimonio del fideicomiso no se refleja ninguna operación.

Conforme a la Resolución Técnica N° 8 de la FACPCE y demás resoluciones vigentes los estados a presentar son: a) Estado de Situación Patrimonial Fiduciario, b) Estado de Resultados Fiduciario, c) Estado de Evolución del Patrimonio Neto fiduciario y d) Estado de Origen y Aplicación de Fondos Fiduciarios.

La información contable contenido en los estados básicos detallados en el párrafo anterior, además de complementarse con las notas que habitualmente los acompañan, deberá estar acompañada por la información que explique los aspectos relevantes y las características del contrato de Fideicomiso.

METODOLOGIA

- El procedimiento de análisis de datos será primarios y secundarios (estadísticas, documentación tributaria y legal, material periodístico)
- Se realizarán entrevistas a inversores en Fideicomisos Financieros.
- Se observará detenidamente del proceso de desarrollo interno de un fideicomiso financiero.
- Se utilizará el método descriptivo para recoger, organizar, resumir, presentar, analizar, generalizar los resultados de las observaciones.

Fuente de datos:

Primarios y secundarios.

Tipo de datos:

Cualitativos y Cuantitativos.

DESARROLLO

Introducción

Más allá de analizar una compañía en particular y los problemas que acarrea el crecimiento, como es en el caso de Tinuviel SA, existen problemas coyunturales que llevan a tener que analizar detenidamente cuál es la mejor alternativa de financiación en cada momento del tiempo.

El Fideicomiso es una herramienta que luego de la crisis del 2001, se comenzó a utilizar principalmente por dos motivos: problema de liquidez y búsqueda de atomización del riesgo. Los bancos e inversores privados en ese momento comenzaron a tomar ciertos recaudos cuando varias compañías se encontraban en concurso o en cesación de pagos, o simplemente para poder disminuir el riesgo, tomaron por ejemplo la inmovilización de cuentas por cobrar e inventarios, y comenzaron a descontar esos flujos a través de una estructura que jurídicamente se encuentra fuera del patrimonio de la compañía, como es el Fideicomiso. Con ello le dieron respaldo y seguridad a las inversiones, y al mismo tiempo le dieron liquidez a las compañías.

En un país como Argentina, donde existe muy poca previsibilidad económica, donde el largo plazo se considera 12 meses, ante un mínimo problema las cobranzas se ralentizan, los inventarios demoran en venderse y los préstamos bancarios para capital de trabajo son inaccesibles, por el sin número de requisitos que se exigen; los Fideicomisos Financieros con oferta pública siguen siendo una manera sumamente atractiva de financiarse y poder paliar dichos desfases, ya que ante un evento extraordinario de la coyuntura económica los inversores siguen creyendo en inversiones más seguras.

Conocer como se encuentran financiando actualmente las operaciones, venta de activos, créditos bancarios, incremento de capital permitirá conocer la liquidez real del negocio.

La empresa

Las pequeñas y medianas empresas son un actor fundamental en la generación de empleo, y de crecimiento. Diferentes estudios pudieron demostrar que hay una relación directa entre el crecimiento de las PYMES y el ingreso per cápita de un país. Ésta, entre otras razones preocupa a los dirigentes de diferentes PYMES como es el caso de TINUVIEL S.A. para impulsar el crecimiento y consolidación de la misma.⁹

Descripción de la empresa

- **Reseña histórica.**

Tinuviel se fundó en diciembre de 2004 en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, con el objetivo de asistir financiera y técnicamente a mutuales y cooperativas.

Su casa central se encuentra en la Ciudad de Buenos Aires, y su ámbito de operaciones alcanza a las provincias de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe, Corrientes, Jujuy, Salta, Catamarca y La Rioja. Cuenta con filiales propias, representantes, comercializadores y ha realizado distintos convenios con comercios y tarjetas regionales.

Actualmente trabaja con 3 entidades intermedias (2 Cooperativas y 1 Mutual), 2 Tarjetas de crédito regionales y más de 50 comercios, y posee mas de 40 sucursales propias.

Antecedentes del titular de la entidad.

Cristian Sergio Elola - Presidente Tinuviel S.A.

Elola se ha graduado como analista de sistemas en la USAL (Universidad de Salvador). Se ha especializado en el mercado financiero donde posee una

⁹ Ver Anexo 3

vasta experiencia. Previo a la fundación de Tinuviel S.A. (Diciembre de 2004), Elola realizó distintas tareas relacionadas con la actividad. Del 2002 al 2004 se desempeñó como asesor comercial de código de descuento en la firma Tutelar Cía. Financiera S.A. Previamente desde 1998 al 2002 fue accionista de Títulos de Servitur sociedad mutual y Sunion Coop. Desempeñó funciones de administración financiera, costos y productos, financiación y venta de cartera para las siguientes entidades financieras: Banco Liniers Sudamericano S. A., Banco Los Tilos S.A., Banco de la provincia de Formosa, Banco de la provincia de San Luis, Banco de la provincia de Córdoba, Banco de la provincia del Chaco, Banco de la provincia de Corrientes.

- **Actividad.**

Fue creada con el objetivo de asistir financiera y técnicamente a mutuales y cooperativas, asimismo se dedica a la administración de los sectores de riesgo, distribución, administración y sistema de entidades.

La operatoria de Tinuviel consiste en la originación de préstamos personales y adelantos de haberes cuyos beneficiarios sean jubilados y/o pensionados de la ANSeS o de la Caja de Córdoba y asociados a Cooperativa Candelaria. El repago de los créditos se realiza a través del régimen de descuento de haberes. Las entidades autorizadas a operar bajo este régimen deben solicitar a los organismos o autoridades correspondientes la solicitud de un código de descuento. La compañía se ha especializado tanto en la comercialización de créditos como en la administración financiera de los mismos estableciendo como objetivo para el próximo año duplicar la cantidad de beneficiarios. Adicionalmente, la cooperativa brinda otros servicios como ser asistencia médica sin cargo e importantes descuentos y beneficios turísticos para sus asociados en todo el país gracias a un acuerdo alcanzado con la federación de comercio (FAECYS).

Los préstamos se otorgan en pesos, con un plazo máximo de 40 meses para la ANSeS y de 36 meses para Caja de Córdoba. Las tasas son fijas y el límite del préstamo estará dado por la disponibilidad mensual que figura en el recibo de haberes. Al respecto cabe aclarar que si el préstamo es otorgado bajo el régimen de ANSeS (Resolución 230/99), el tope de afectación para realizar la deducción es del 40% del haber previsional neto de los descuentos obligatorios. En cuanto al régimen de deducciones de la Caja de Córdoba, el monto máximo a financiar no puede ser superior al 20%, salvo que exista una autorización de dicha caja, en cuyo caso puede llegar al 50% del haber neto.

Como requisitos para el otorgamiento de los créditos se solicita la acreditación de identidad, los tres últimos recibos de haberes, la acreditación de domicilio y estar asociado a la cooperativa. Asimismo, el solicitante debe completar la solicitud de préstamo, el convenio de descuento o la autorización del mismo, el pagaré y una carta de instrucción de pago, en caso de corresponder.

Una vez recibida toda la información se confecciona un legajo del cliente y se verifica la documentación recibida. Se solicitan informes comerciales, y se analiza la situación crediticia del deudor. Luego de realizado este análisis se procede a la aprobación o rechazo del crédito.

Cabe aclarar que todo el análisis crediticio para la asignación de un préstamo se realiza exclusivamente en Tinuviel. Se desarrollan verificaciones técnicas de la documentación, verificaciones telefónicas de corroboración de datos y verificaciones en sistemas de informes crediticios convencionales. Luego el analista de riesgo emite un resumen de evaluación crediticia, a través del cual se puede rechazar el préstamo por no arrojar un resultado positivo las diferentes verificaciones, aprobar el préstamo o requerir una disminución del monto solicitado o extensión del plazo si fuese posible dentro de los parámetros estipulados.

Este proceso lleva aproximadamente 72 hs. de presentada toda la documentación solicitada y en caso de haberse aprobado la asignación del crédito, la liquidación y pago del préstamo se realiza mediante cheque propio, giro al Banco Nación a su nombre, bajo mandato expreso del tomador o a través de transferencia en cuenta de caja de ahorro o cuenta corriente a nombre del tomador.

- **Misión y Visión.**

- Misión:

Ser una empresa de carácter masivo, generadora de activos y pasivos financieros, atendiendo eficientemente las necesidades básicas de las personas.

Con buenos productos y buen servicio al cliente. Montada sobre tecnología, red propia y canales de terceros.

- Visión:

Ser la Compañía Financiera referencial del mercado en personas físicas

- Por volumen
- Por rentabilidad
- Por cantidad de clientes
- Por productividad
- Por servicio
- Por tecnología

- **Organigrama.**

Dentro de la estructura societaria de Tinuviel S.A. se pueden distinguir 2 grandes áreas: La administración y la comercialización. La primera abarca aquellas áreas claves para el funcionamiento de la entidad incluyendo la administración de los créditos y cobranzas. Por su parte, el área comercial se enfoca a dos tareas claves como son la generación de nuevos créditos por medio de acuerdos con cooperativas o mutuales y la venta o cesión de su cartera (con o sin responsabilidad).

- **Instalaciones.**

Actualmente cuenta con 55 empleados de los cuales 25 se encuentran en la casa central realizando tareas administrativas, riesgo crediticio, sistemas y 30 en los puntos de ventas. Cuenta con sucursales distribuidas en varias provincias de la República Argentina como ser Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe, Corrientes, Jujuy, Salta; además de contar con representantes, comercializadores y que difunden los servicios por innumerables ciudades.

Análisis económico y financiero de la estructura de TINUVIEL SA

Analizando el balance de Tunuviel S.A del periodo 2008-2009 se puede sacar varias conclusiones en base a determinados ratios económicos financieros.¹⁰

La definición más básica de capital de trabajo lo considera como aquellos recursos que requiere la empresa para poder operar. En este sentido en el caso de Tinuviel el capital de trabajo es lo que comúnmente se conoce como activo corriente (Efectivo, inversiones a corto plazo, cartera e inventarios) menos pasivo corriente. Aquí se puede observar que Tinuviel posee como su principal activo todos los créditos que otorga a un plazo promedio de 31 meses, en cambio posee la mayor parte de sus pasivos a un plazo promedio menor a 12 meses.

La empresa para poder operar, requiere de recursos para cubrir necesidades de insumos, materia prima, mano de obra, y capital para poder seguir originando créditos. Estos recursos deben estar disponibles a corto plazo para cubrir las necesidades de la empresa a tiempo.

Para determinar el capital de trabajo de una forma mas objetiva, se debe restar de los Activos corrientes, los pasivos corrientes. De esta forma se obtiene lo que se llama el capital de trabajo neto contable. En el caso de Tinuviel, como puede verse en el cuadro adjunto, para el 2008 Tinuviel posee un capital de trabajo negativo de más de \$ 8 millones, y para el 2009 solo tiene un capital de trabajo positivo de \$ 2 millones.

AÑO	ACTIVO CTE	PASIVO CTE	CT
2008	7.582.666,84	16.109.562,67	-8.526.895,83
2009	36.083.473,75	34.069.793,90	2.013.679,85

Esto supone determinar con cuantos recursos cuenta la empresa para operar si se pagan todos los pasivos a corto plazo.

La fórmula para determinar el capital de trabajo neto contable, tiene gran relación con una de las razones de liquidez llamada razón corriente, la cual se determina dividiendo el activo corriente entre el pasivo corriente, y se busca

¹⁰ Ver Anexo 2

que la relación como mínimo sea de 1:1, puesto que significa que por cada peso que tiene la empresa debe un peso.

Índice de liquidez		ACTIVO CORRIENTE	
		PASIVO CORRIENTE	
AÑO	ACTIVO CTE	PASIVO CTE	IL
2008	7.582.666,84	16.109.562,67	0,47
2009	36.083.473,75	34.069.793,90	1,06

Una razón corriente de 1:1 significa un capital de trabajo = 0, lo que nos indica que la razón corriente siempre debe ser superior a 1. Claro esta que si es igual a 1 o inferior a 1 no significa que la empresa no pueda operar, de hecho hay muchas empresas que operan con un capital de trabajo de 0 e inclusive inferior.

El hecho de tener un capital de trabajo 0 no significa que no tenga recursos, solo significa que sus pasivos corrientes son superiores a sus activos corrientes, y es posible que sus activos corrientes sean suficientes para operar, lo que sucede es que, al ser los pasivos corrientes iguales o superiores al los activos corrientes, se corre un alto riesgo de sufrir de iliquidez, en la medida en que las exigencias de los pasivos corrientes no alcancen a ser cubiertas por los activos corrientes, o por el flujo de caja generado por los activos corrientes.

Ante tal situación, en la que el flujo de caja generado por los activos corrientes no pueda cubrir las obligaciones a corto plazo y para cubrir las necesidades de capital de trabajo, se requiere financiar esta iliquidez, lo que se puede hacer mediante capitalización por los socios o mediante adquisición de nuevos pasivos, solución no muy adecuada puesto que acentuaría la causa del problema y se convertiría en una especie de círculo vicioso.

El capital de trabajo tiene relación directa con la capacidad de la empresa de genera flujo de caja. El flujo de caja o efectivo, que la empresa genere será el que se encargue de mantener o de incrementar el capital de trabajo.

La capacidad que tenga la empresa de generar efectivo con una menor inversión o una menor utilización de activos, tiene gran efecto en el capital de trabajo. Es el flujo de caja generado por la empresa el que genera los recursos

para operar la empresa, para reponer los activos, para pagar la deuda y para distribuir utilidades a los socios.

Una eficiente generación de recursos garantiza la solvencia de la empresa para poder asumir los compromisos actuales y proyectar futuras inversiones sin necesidad de recurrir a financiamiento de los socios o de terceros.

Índice de Solvencia = $\frac{PN}{PASIVO\ TOTAL}$			
AÑO	PN	PASIVO TOTAL	IS
2005	142.438,02	215.582,48	0,66
2006	197.514,95	2.713.212,62	0,07
2007	1.236.458,39	8.782.958,46	0,14
2008	2.059.437,48	16.109.562,67	0,13
2009	3.142.781,35	34.098.319,87	0,09

El flujo de caja de la empresa debe ser suficiente par mantener el capital de trabajo, para reponer activos, para atender los costos de los pasivos, y lo más importante; para distribuir utilidades a los socios de la empresa.

Si se analizan los balances de los últimos años de Tinuviel se observa que llega un punto donde no es posible obtener ninguna fuente de financiación ya que los créditos otorgados aún no empiezan a producir los ingresos necesarios para poder otorgar más créditos. Es un problema que tienen la gran mayoría de las empresas y deben superar para poder seguir creciendo.

Propuesta financiera para el crecimiento de TINUVIEL SA

Estructura de un Fideicomiso Financiero

De esta manera se pretende presentar una solución a los problemas que enfrenta Tinuviel a través de un Fideicomiso Financiero, para poder continuar creciendo y no estancarse ante el mínimo problema de liquidez que se le presente.

Fideicomiso de cesión de créditos

Se va a describir conceptual y prácticamente los aspectos básicos del producto que posibilita el financiamiento directo de un negocio dedicado a la originación de créditos con código de descuento con planilla de haberes, en general a jubilados y pensionados, mediante la constitución de fideicomisos financieros. El fiduciario financiero, tendrá la obligación de emitir títulos valores a través del fideicomiso financiero, con la modalidad de oferta pública, donde dichos títulos serán suscriptos por inversores, siendo la fuente que permitirá el repago del capital invertido y del interés correspondiente, los "Bienes Fideicomitados" que en estos casos están constituidos por créditos generados en el otorgamiento de créditos a jubilados y pensionados, lo que lleva a que como se analizó anteriormente la operación sea una de transmisión fiduciaria con contraprestación.

Ejemplificando el problema de capital de trabajo

Una empresa como Tinuviel S.A. (compañía comercializadora de créditos con código de descuento, vinculados a cooperativas y mutuales), comienza a originar créditos a la razón de \$ 500.000 por mes, durante 4 meses; Dichos créditos se encuentran otorgados a una Tasa Activa (tasa que se le cobra a los tomadores de los créditos) del 66% (TEA), y todo flujo mensual negativo la compañía se endeuda a una TNA del 20% (tasa pasiva).

Título: Estructura de la cartera de créditos.

MES	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Origenación												
Capital	-2.000.000	-2.000.000	-2.000.000	-2.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0
Tasa Activa	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%
Tasa Pasiva	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Ingresos												
INGRESOS	0	0	137.611	275.222	412.832	550.443	550.443	550.443	550.443	550.443	550.443	550.443
Gastos												
Gastos de Administracion	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000
Gastos de Comercializacion @ 15%	-300.000	-300.000	-300.000	-300.000	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Legales / Contables	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500
Gastos Fiscales	-14.167	-15.273	-23.988	-32.703	-27.453	-35.062	-35.062	-35.062	-35.062	-35.062	-35.062	-35.062
Egresos antes de Gtos. Finan.	-2.338.667	-2.339.773	-2.210.877	-2.081.981	360.879	490.881	490.881	490.881	490.881	490.881	490.881	490.881
Gastos Financieros	-35.464	-70.614	-103.282	-133.468	-126.274	-116.912	-107.551	-98.190	-88.828	-79.467	-70.106	-60.744
Ingresos / egresos netos	-2.374.131	-2.410.387	-2.314.159	-2.215.449	234.606	373.969	383.330	392.692	402.053	411.414	420.776	430.137
Ingresos / egresos netos acum.	-2.374.131	-4.784.518	-7.098.677	-9.314.126	-9.079.520	-8.705.552	-8.322.221	-7.929.530	-7.527.477	-7.116.062	-6.695.287	-6.265.150

Fuente: Elaboración propia.

Se supone que los gastos de administración son constantes de \$ 20.000, un gasto de comercialización de los mismos del 15% del capital otorgado, un gasto fijo de asesores legales y contables, y por último gastos fiscales de Impuesto a los débitos y Créditos, sellos e Ingresos Brutos. Mensualmente como se observa en el cuadro de arriba, en el primer mes se tiene un flujo negativo de \$ 2.374.131, al segundo mes se obtiene un flujo negativo de \$ 2.410.387, donde en el mes 2 se acumula un flujo negativo de \$ 4.784.518, lo que implica que todos los meses si se siguen otorgando créditos el flujo de caja aumenta de manera negativa, con lo cual la única manera es seguir endeudando la compañía, lo que implica que tiene un limite de crecimiento.

En el caso particular de Tinuviel, una opción para superar el problema financiero, es optar por la constitución de un Fideicomiso Financiero, ya que es una herramienta novedosa para este tipo de empresas y que asimismo brinda, según el análisis efectuado anteriormente determinadas características favorables ante el problema al cual se enfrenta esta compañía.

Como se definió el concepto de este tipo de herramienta financiera, se analizará que se necesita y cuáles son los pasos para la constitución del mismo:

ETAPA 1: Elección de los Participantes de la operación

Fiduciante y Administrador: Tinuviel S.A.

Fiduciario: Bapro Mandatos y Negocios S.A.

Se necesita una cartera de préstamos para ser cedidos al Fideicomiso, lo cual posee Tinuviel por un monto de capital de aproximadamente \$ 8.000.000, los que son revisados por BAPRO cumpliendo el rol de Fiduciario. Todos los legajos de los créditos quedan en custodia del Fiduciario.

ETAPA 2: Estructuración del Fideicomiso Financiero con Oferta Pública que se describirá más adelante.

Parámetros de la operación:

Capital Colocado (créditos):	\$ 8.000.000
Capital Cedido (créditos):	\$ 7.915.649
Interés Cedido (créditos):	\$ 8.184.812
Monto Cedido (créditos):	\$ 16.100.461

Cantidad de Créditos:	5100
Plazo promedio de los créditos:	31 meses
Monto de Capital promedio:	\$ 1568

Se supone que en el mes 5 Tinuviel vende los títulos valores con oferta pública, emitidos por el fiduciario del Fideicomiso Financiero, a través del Mercado de Valores, logrando así una liquidez de \$ 12.606.485, de esta manera cancela los pasivos, mejorando los ratios de liquidez como se muestra en el cuadro a continuación:

Título: Estructura de la cartera de créditos cedida.

MES	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Originación												
Capital	-2.000.000	-2.000.000	-2.000.000	-2.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0
Tasa Activa	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%
Tasa Pasiva	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Ingresos												
INGRESOS FINANCIEROS	0	0	137.611	275.122	12.606.485	0	0	0	0	0	0	0
Gastos												
Gastos de Administracion	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000
Gastos de Comercializacion @ 15%	-300.000	-300.000	-300.000	-300.000	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Legales / Contables	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500
Gastos Fiscales	-14.167	-15.273	-23.988	-32.703	-27.453	-35.062	-35.062	-35.062	-35.062	-35.062	-35.062	-35.062
Gastos Estructuracion Fideicomiso					-306.292							
Egresos antes de Gtos. Finan.	-2.338.667	-2.339.773	-2.210.877	-2.081.981	12.248.241	-59.562	-59.562	-59.562	-59.562	-59.562	-59.562	-59.562
Gastos Financieros	-35.464	-70.614	-103.282	-133.468	-126.274	-116.912	-107.551	-98.190	-88.828	-79.467	-70.106	-60.744
Ingresos / egresos netos	-2.374.131	-2.410.387	-2.314.159	-2.215.449	12.121.967	-176.474	-167.113	-157.751	-148.390	-139.029	-129.667	-120.306
Ingresos / egresos netos acum.	-2.374.131	-4.784.518	-7.098.677	-9.314.126	2.807.841	2.631.366	2.464.254	2.306.502	2.158.112	2.019.083	1.889.416	1.769.110

Fuente: Elaboración propia.

La venta de la cartera al Fideicomiso otorgo a Tinuviel 2 grandes ventajas, la primera que genera la liquidez suficiente y necesaria para seguir otorgando créditos, y siguiendo con la política de crecimiento de la compañía, y la segunda es que en el termino de 5 meses Tinuviel genera un resultado positivo de mas de \$ 3 millones de pesos, que el mismo podría llegar a ocurrir sin Fideicomiso pero en un plazo de 31 meses.

Obsérvese entonces que mediante este esquema, la empresa puede realizar un negocio de financiamiento de créditos de consumo, evitando la utilización de capital propio, el cual es reemplazado por el dinero de terceros inversores que de este modo posibilitan la obtención de capital de trabajo que la empresa reinvierte en el otorgamiento de nuevos créditos, generándose así un circuito económico que permite en el tiempo potenciar el incremento de otorgamiento de nuevos créditos, teniendo en cuenta que los plazos de financiamiento que la empresa otorga a sus clientes son elevados (entre uno y dos años) y en valores de cuotas mensuales de pago accesibles para el público de nivel medio.

Si bien ni los bienes del Fiduciante ni los del Fiduciario responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del Fideicomiso, -por lo que en caso de incumplimiento total o parcial de los deudores de los créditos que constituyan el Patrimonio Fideicomitado, los Beneficiarios (inversores) no tendrán derecho o acción alguna contra aquellos- la propia seguridad que genera la separación de ese Patrimonio, así como la calidad de los créditos del fondo (existiendo calificaciones de riesgo realizadas por terceros que así lo avalan), sumado a las altas tasas de interés que ofrecen, provocan un atractivo especial que potencia la posibilidad de obtener inversores interesados en la suscripción de tales títulos valores.

Por lo demás, existe un proceso de autorización previa de parte de la Comisión Nacional de Valores, que garantiza el cumplimiento de los requisitos establecidos en materia de información conforme la normativa de emisión bajo el régimen de las normas que rigen la "Oferta Pública" de títulos valores dirigida al público inversor.

Programa

Es la denominación que se da al conjunto de Fideicomisos que pudieran constituirse bajo un mismo negocio; programa que es presentado a consideración de la Comisión Nacional de Valores. Por ejemplo en el caso práctico que se analiza en ésta Tesis se llama "Programa Global de valores fiduciarios BMN multiactivos" que implicará la emisión de un importe total de títulos en el tiempo.

Cada programa es acompañado de un prospecto en el cual se detallan todos los datos que el inversor debe saber a la hora de decidir sobre iniciar o no la inversión, el mismo es publicado por el Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y detalla la fecha del mismo.

Cada fideicomiso implica la previa existencia de un conjunto de créditos de la misma especie (que se conforman en la medida que se llegue a una masa de créditos tal que justifique la emisión de títulos por un valor que pudiera colocarse en el mercado en función de las condiciones de receptividad que este demuestre) que se entregan en fideicomiso; así, pueden constituirse fideicomisos por valores individuales como por ejemplo de \$ 20 M -asumiendo que el mercado de inversores pueda llegar a absorberlos- hasta completar en

el conjunto el Programa global que podría ser, por ejemplo, de \$ 100 M. En resumen, en función de la proyección de ventas a crédito que la empresa efectúa para un período determinado (por caso, 5 años), se establece un programa total de cinco fideicomisos, los cuales se irán constituyendo en la medida que la masa de créditos por ventas durante un lapso dado, alcanzara la suma de \$ 20 M.

En este caso práctico se puede observar que el Valor Nominal de la serie VIII del Fideicomiso Financiero Tinuviel es de \$12.606.486.

Denominación Del fideicomiso

Nombre de cada Fideicomiso constituido bajo un mismo Programa. Por ejemplo: "FIDEICOMISO FINANCIERO TINUVIEL SERIE VIII".

Fiduciario y Emisor

Se trata de un banco o una entidad autorizada por la CNV para actuar como fiduciario, quien será el emisor de los títulos valores que cada fideicomiso emita. El fiduciario mantendrá relación jurídica y económica (que surge del propio contrato de fideicomiso) con el Fiduciante con relación a cada fideicomiso en forma independiente.

En la descripción del fiduciario, no solamente lo nombra en la página principal del prospecto como "Bapro mandato y negocios S.A.", sino que da una breve reseña donde nos informa cuando nació, como está formado su capital accionario, como están distribuidas esas acciones, con qué sociedades tiene vinculación e información general como datos de inscripción, CUIT y autoridades. Se puede señalar que Bapro Mandatos y Negocios nació en el año 1998 y su fundador "Grupo BAPRO." controla el 97% del capital accionario.

Bienes Fideicomitados

Son productos originados por los Fiduciantes con motivo de créditos otorgados generalmente a tasas de interés activas superiores a las pasivas teniendo en cuenta el plazo de cancelación de la financiación. Esto es lo que posibilita que se pague un alto interés a los inversores en los títulos que emita

el fideicomiso, sin que la empresa fiduciante pierda rentabilidad con motivo de la venta de sus productos.

Títulos de Deuda y/o Certificados de Participación

En general, el tipo de Fideicomisos como el que se analizó se estructuran mediante la emisión de "Títulos de Deuda" (que pagan al inversor un interés fijo o variable y que tienen prioridad para la amortización) y "Certificados de Participación" (que tienen subordinación total respecto de los Títulos de Deuda y distribuyen a quien los suscribe la utilidad remanente que pudiera generar el Fideicomiso).

Suelen emitirse dos clases diferentes de Títulos Valores (por ejemplo, A y B), teniendo la primera condiciones de amortización y pago de intereses preferenciales respecto de la otra clase y de los Certificados de Participación y pagando al inversor que los suscriba una tasa de interés más baja en función del menor riesgo que corre el inversor.

En general, del total del valor nominal de la emisión, los títulos de la clase A conforman el porcentaje mayor (usualmente 80 % o similar del total de los créditos cedidos en fideicomiso).

Por el contrario, los títulos de la clase B conforman la parte minoritaria de la emisión de títulos de deuda (cerca al 10 % o similar) y suelen pagar un interés variable, entre un mínimo y un máximo, implicando una tasa final mayor que la que pagan los títulos de Clase A, existiendo por ende un mayor riesgo para el inversor debido a que el repago de estos títulos tiene subordinación a los de la Clase A.

Para una mejor comprensión de cada clase se analizarán individualmente.

Valor de deuda fiduciaria clase A:

Otorgan derecho al pago mensual de los siguientes Servicios: (a) En concepto de amortización de capital, los ingresos percibidos por las cuotas de los créditos vencidas hasta la fecha de corte netos de la integración del fondo

de riesgo de administración, del fondo de gastos y del fondo del Impuesto a los Ingresos Brutos, más la totalidad de los ingresos percibidos por las cuotas de los créditos hasta el último día del mes anterior a la fecha de pago de servicios, luego de deducir la utilidad de la propia clase, y (b) en concepto de utilidad (que en realidad es interés), una tasa variable equivalente a la tasa BADLAR para bancos privados de la República Argentina para depósitos en pesos por un monto mayor a un millón de pesos por períodos de entre 30 y 35 días más 200 bps (puntos básicos o 2%), con una tasa mínima del 12% y una tasa máxima del 24% (ambos TNA).

El Valor Nominal es de \$ 9.454.864.- equivalente a la suma del 75% del saldo de capital de los créditos a la fecha de corte, más la cobranza de capital de las cuotas acumuladas desde cada fecha de cesión.

Valor de deuda fiduciaria clase B:

Otorgan derecho al pago mensual de los siguientes servicios: (a) En concepto de amortización de capital, una vez cancelados íntegramente los servicios de la Clase A, un importe equivalente a los ingresos percibidos por las cuotas de los créditos hasta el último día del mes anterior a la fecha de pago de servicios, neto del rendimiento de la propia clase, (b) en concepto de utilidad (que en realidad es interés), una tasa variable equivalente a la tasa BADLAR para bancos privados de la República Argentina para depósitos en pesos por un monto mayor a un millón de pesos por períodos de entre 30 y 35 más 500 bps (puntos básicos o 5%) con una tasa mínima del 15% y una tasa máxima del 25% (ambos TNA).

Los servicios comenzarán a pagarse una vez cancelados íntegramente los Certificados de clase A.

Certificados de participación de clase C:

Según la CNV éstos certificados de participación otorgan derecho al cobro de: una vez cancelados íntegramente los Servicios de la clase A y de la clase B, (a) en concepto de amortización un importe equivalente a la totalidad de los ingresos percibidos por las cuotas de los créditos ingresadas en el mes inmediato anterior al pago de servicios, neto del rendimiento y de la amortización de la Clase B y hasta completar el importe del valor nominal de la clase menos cien pesos (\$100.-), saldo que se cancelará en la última fecha de pago de servicios, (b) en concepto de utilidad, el importe remanente.

Forma de distribución de los ingresos del Fideicomiso

Para lograr una mayor comprensión de los derechos y valor de cada Título y Certificado se hará una breve enumeración del esquema de distribución de los fondos ingresados al Fideicomiso.

Hasta tanto no estén íntegramente cancelados los certificados de Participación de Clase A, los ingresos se distribuirán:

1. Al fondo de Gastos
2. Al fondo Impuesto a los Ingresos Brutos
3. Al fondo por Riesgo de Administración, de corresponder.
4. Al pago de rendimiento fijo (interés) correspondiente a la Clase A.
5. Al pago de la cuota capital pagadera en esa fecha de pago de servicios de la Clase A.

Una vez cancelados íntegramente los Títulos de Clase A:

1. Al fondo de Gastos.
2. Al fondo Impuesto a los Ingresos Brutos
3. Al fondo por Riesgo de Administración, de corresponder.
4. Al pago del interés correspondiente a la Clase B.
5. Al pago de la cuota de capital pagadera en esa fecha de pago de servicios de Clase B
6. En su caso, al reintegro a los Fiduciantes de los Gastos Aportados por los Fiduciantes por aplicación del fondo de gastos.
7. Al pago de la cuota de capital pagadera en esa fecha de pago de servicios de la Clase C hasta la cancelación de su valor nominal menos cien pesos (\$100.-).
8. El remanente, de existir, se considerará utilidad de los Certificados Clase C.

Valor Nominal Unitario

Suelen emitirse los títulos con valores bajos, en este caso el Valor Nominal Unitario es de solo un peso (\$ 1.-).

Período y Fecha de Colocación

El período durante el cual se ofrecen los Valores Fiduciarios será informado en el aviso de colocación, que debe publicarse en el Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Asesor Financiero y Agente de Control y Revisión

Suele designarse una firma independiente, de prestigio reconocido (por ejemplo una consultora internacional), que se encargará de asesorar financieramente en la transacción y será agente de control de todo el proceso relacionado con la administración y cobro de los créditos Fideicomitidos.

Asesor Impositivo y Auditor Externo

Suele designarse una firma independiente de prestigio reconocido (por ejemplo una compañía como BDO Argentina), que se encargará de asesorar impositivamente al fiduciario en los aspectos que hacen al fideicomiso y emitirá opinión (dictamen) como auditor externo del balance que deberá efectuarse a efectos de su presentación a la CNV.

Colocadores

Se designan entidades financieras y agentes de bolsa que se encargarán del proceso de oferta y colocación de los títulos valores.

“Los inversores interesados en la adquisición de los Títulos de Deuda o Certificados de Participación deberán manifestar su voluntad mediante la firma y entrega a los colocadores de ofertas de suscripción irrevocables.

Los colocadores se reservan el derecho de rechazar cualquier oferta de suscripción que no cumpla con la totalidad de los requisitos.

El período de colocación se extenderá a por lo menos cinco (5) días hábiles bursátiles y podrá ser prorrogado por el Fiduciario de común acuerdo con los Fiduciantes.

Al finalizar el período de colocación se comunicará a los interesados el precio de suscripción y las cantidades asignadas, quedando perfeccionado el contrato de suscripción conforme con dichos parámetros, con aquellos inversores que hubieran ofrecido un precio igual o mayor al precio de suscripción, o una TIR (Tasa Interna de Retorno) igual o menor a la Tasa de

Corte, según corresponda, el que deberá pagarse dentro de las 48 horas hábiles bursátiles siguientes.”¹¹

Calificadora de Riesgos

Siendo obligatorio por normas de la Comisión Nacional de Valores, debe designarse una entidad que tenga la experiencia suficiente para emitir opinión acerca del grado de riesgo que cada título valor posea -en función de la naturaleza y características de los créditos Fideicomitidos (posibilidad de mora, posibilidad de incumplimiento en el pago dependiendo de la solvencia del deudor teniendo en cuenta que, en general, se trata de empleados en relación de dependencia, etc.), a efectos de que el inversor esté en condiciones de evaluar la conveniencia o no de la inversión.

¹¹ Suplemento Fideicomiso Financiero Tinuviel.

Resumen de la operación

En el siguiente cuadro se muestra un resumen de emisión de Fideicomiso Financiero con oferta pública. Un Fideicomiso Financiero que tiene un monto de emisión Valor Nominal (V/N) 12.606.486, distribuido en 3 títulos diferentes.

Por ejemplo para el VDFA, valor de deuda fiduciaria serie A tiene 9.454.864 valor nominal (o sea cuantos pesos de deuda se emiten por ese título), ese título el VDFA tiene una duration (DUR) de 12,01 meses, que significa que es el plazo promedio ponderado de lo que tarda el título en amortizarse por completo, paga una TNA del 12%, pero como es variable, ya que se ajusta por una tasa variable, tiene de mínima 12% y de máxima 24%.

Título: Composición de la emisión VDFA - VDFB - CP

	Participación	V/N	DUR	CUPON	MÍN	MÁX
VDFA:	75,00%	\$ 9.454.864	12,01	12,00%	12,00%	24,00%
VDFB:	10,00%	\$ 1.260.649	21,37	15,00%	15,00%	25,00%
CP:	15,00%	\$ 1.890.973	-			
MONTO D EMISION	100,00%	\$ 12.606.486				

Fuente: Elaboración propia.

Título: Composición de la cartera cedida:

FECHA TEORICA	CAPITAL CEDIDO	INTERÉS CEDIDO	INGRESOS TOTALES
28-sep-10	87.472	325.361	412.832
28-oct-10	119.893	430.550	550.443
28-nov-10	126.487	423.956	550.443
28-dic-10	133.444	416.999	550.443
28-ene-11	140.784	409.659	550.443
28-feb-11	148.527	401.916	550.443
28-mar-11	156.696	393.747	550.443
28-abr-11	165.314	385.129	550.443
28-may-11	174.406	376.037	550.443
28-jun-11	183.999	366.444	550.443
28-jul-11	194.119	356.324	550.443
28-ago-11	204.795	345.648	550.443
28-sep-11	216.059	334.384	550.443
28-oct-11	227.942	322.501	550.443
28-nov-11	240.479	309.964	550.443
28-dic-11	253.705	296.738	550.443
28-ene-12	267.659	282.784	550.443
28-feb-12	282.380	268.063	550.443
28-mar-12	297.911	252.532	550.443
28-abr-12	314.296	236.147	550.443
28-may-12	331.583	218.860	550.443
28-jun-12	349.820	200.623	550.443
28-jul-12	369.060	181.383	550.443
28-ago-12	389.358	161.085	550.443
28-sep-12	410.773	139.670	550.443
28-oct-12	433.365	117.078	550.443
28-nov-12	457.200	93.243	550.443
28-dic-12	482.346	68.097	550.443
28-ene-13	371.265	41.568	412.832
28-feb-13	254.073	21.148	275.222
28-mar-13	130.437	7.174	137.611
TOTAL	7.915.649	8.184.812	16.100.461

Fuente: Elaboración propia

Título: Flujo de fondos

ACTIVO SUBYACENTE		VDFA				VDFB			
FECHA TEORICA	MONTO CEDIDO	SERVICIO	CAPITAL	INTERÉS	SALDO	SERVICIO	CAPITAL	INTERÉS	SALDO
					9.454.864				1.260.649
28-sep-10	412.832	381.937	298.009	83.928	9.156.855	13.988	-	13.988	1.260.649
28-oct-10	550.443	517.406	427.092	90.314	8.729.763	15.542	-	15.542	1.260.649
28-nov-10	550.443	483.550	391.708	91.842	8.338.054	16.578	-	16.578	1.260.649
28-dic-10	550.443	490.116	410.619	79.497	7.927.435	15.024	-	15.024	1.260.649
28-ene-11	550.443	483.656	402.862	80.795	7.524.573	16.060	-	16.060	1.260.649
28-feb-11	550.443	488.534	411.845	76.689	7.112.729	16.060	-	16.060	1.260.649
28-mar-11	550.443	488.297	422.821	65.476	6.689.908	14.506	-	14.506	1.260.649
28-abr-11	550.443	484.220	416.038	68.182	6.273.869	16.060	-	16.060	1.260.649
28-may-11	550.443	493.223	427.219	66.005	5.846.651	16.578	-	16.578	1.260.649
28-jun-11	550.443	490.206	434.463	55.743	5.412.188	15.024	-	15.024	1.260.649
28-jul-11	550.443	489.465	436.084	53.380	4.976.104	15.542	-	15.542	1.260.649
28-ago-11	550.443	488.029	435.678	52.351	4.540.426	16.578	-	16.578	1.260.649
28-sep-11	550.443	492.916	448.134	44.782	4.092.292	15.542	-	15.542	1.260.649
28-oct-11	550.443	490.384	450.022	40.362	3.642.270	15.542	-	15.542	1.260.649
28-nov-11	550.443	490.555	453.434	37.121	3.188.836	16.060	-	16.060	1.260.649
28-dic-11	550.443	493.868	462.416	31.452	2.726.420	15.542	-	15.542	1.260.649
28-ene-12	550.443	491.024	461.445	29.580	2.264.976	17.096	-	17.096	1.260.649
28-feb-12	550.443	496.662	475.067	21.595	1.789.908	15.024	-	15.024	1.260.649
28-mar-12	550.443	494.273	477.208	17.065	1.312.700	15.024	-	15.024	1.260.649
28-abr-12	550.443	493.111	478.869	14.242	833.831	17.096	-	17.096	1.260.649
28-may-12	550.443	500.044	492.368	7.676	341.462	14.506	-	14.506	1.260.649
28-jun-12	550.443	344.942	341.462	3.480	-	166.936	150.875	16.060	1.109.774
28-jul-12	550.443	-	-	-	-	514.439	499.844	14.594	609.929
28-ago-12	550.443	-	-	-	-	514.557	507.288	7.269	102.641
28-sep-12	550.443	-	-	-	-	103.949	102.641	1.308	-
28-oct-12	550.443	-	-	-	-	-	-	-	-
28-nov-12	550.443	-	-	-	-	-	-	-	-
28-dic-12	550.443	-	-	-	-	-	-	-	-
28-ene-13	412.832	-	-	-	-	-	-	-	-
28-feb-13	275.222	-	-	-	-	-	-	-	-
28-mar-13	137.611	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL	16.100.461		9.454.864	1.111.558			1.260.649	368.209	

Fuente: Elaboración propia.

Título: Flujo de fondos (cont.)

ACTIVO SUBYACENTE		CP			GASTOS		
FECHA TEORICA	MONTO CEDIDO	UTILIDAD	CAPITAL	SALDO	Gastos	IIBB	Impuesto Ganancias
				1.890.973			
28-sep-10	412.832	-	-	1.890.973	16.692	215	-
28-oct-10	550.443	-	-	1.890.973	16.692	803	-
28-nov-10	550.443	-	-	1.890.973	16.692	1.294	32.328
28-dic-10	550.443	-	-	1.890.973	16.692	1.793	26.818
28-ene-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	2.268	31.767
28-feb-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	2.750	26.408
28-mar-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	3.224	27.724
28-abr-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	3.645	29.826
28-may-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	4.103	19.847
28-jun-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	4.540	23.982
28-jul-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	4.983	23.762
28-ago-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	5.404	23.740
28-sep-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	5.832	19.461
28-oct-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	6.253	21.572
28-nov-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	6.653	20.483
28-dic-11	550.443	-	-	1.890.973	16.692	7.060	17.281
28-ene-12	550.443	-	-	1.890.973	16.692	7.447	18.184
28-feb-12	550.443	-	-	1.890.973	16.692	7.840	14.225
28-mar-12	550.443	-	-	1.890.973	16.692	8.226	16.228
28-abr-12	550.443	-	-	1.890.973	16.692	8.581	14.962
28-may-12	550.443	-	-	1.890.973	16.692	8.955	10.246
28-jun-12	550.443	-	-	1.890.973	16.692	9.310	12.563
28-jul-12	550.443	-	-	1.890.973	16.692	9.671	9.642
28-ago-12	550.443	-	-	1.890.973	16.692	10.015	9.180
28-sep-12	550.443	-	411.447	1.479.526	16.692	10.363	7.992
28-oct-12	550.443	-	515.447	964.079	16.692	10.706	7.598
28-nov-12	550.443	-	517.851	446.228	16.692	11.032	4.868
28-dic-12	550.443	74.996	446.128	100	16.692	11.363	1.264
28-ene-13	412.832	387.382	-	100	16.692	8.759	-
28-feb-13	275.222	252.531	-	100	16.692	5.999	-
28-mar-13	137.611	117.741	100	-	16.692	3.078	-
TOTAL	16.100.461	832.649	1.890.973		517.441	192.169	471.949

Fuente: Elaboración propia.

Título: Estructura de gastos

Detalle de Gastos						
	Monto de Emisión de la Serie	\$ 12.606.485,00			Fideicomiso	FINANCIERO
	Monto de Emisión del Programa	\$ 12.606.485,00				
Gastos	Porcentaje	Cash	IVA	Total	Frecuencia	Concepto
Comisión de Organización	0,60%	\$ 75.638,91		\$ 75.639	Unica Vez	Sobre el monto del programa
Comisión de Colocación Serie	0,50%	\$ 63.032,43		\$ 63.032	Unica Vez	Sobre el monto de la serie
UnderWriting	0,00%	\$ -	\$ -	\$ -	Unica Vez	Sobre el monto de la serie
Fiduciario - Gastos de Administración		\$ 7.000,00	\$ 1.470	\$ 8.470	Mensual	
Fiduciario - Gastos de Constitución		\$ 15.000,00	\$ 3.150	\$ 18.150	Unica Vez	
Agente de Control y Revision		\$ 2.000,00	\$ 420	\$ 2.420	Mensual	Master Servicer
Audidores del Fideicomiso (Control de cobranzas de créditos)		\$ 2.000,00	\$ 420	\$ 2.420	Mensual	
Audidores de los Estados Contables		\$ 30.000,00	\$ 6.300	\$ 36.300	Unica Vez	
Asesores Contables e Impositivos		\$ 2.600,00	\$ 546	\$ 3.146	Mensual	
Asesores Legales		\$ 18.000,00	\$ 3.780	\$ 21.780	Unica Vez	
Agencia Calificadora		\$ 53.900,00	\$ 11.319	\$ 65.219	Unica Vez	Tipo de Cambio 3,85
Caja de Valores (0,1%)		\$ 1.261	\$ 265	\$ 1.525	Unica Vez	
CNV (0,01% sobre monto del programa)		\$ 1.261	\$ -	\$ 1.261	Unica Vez	Sobre el monto del programa
CNV (0,02% sobre monto eligible)		\$ 2.521	\$ -	\$ 2.521	Unica Vez	Sobre el monto de la serie
Derechos de Estudio (BCBA)		\$ 4.821	\$ -	\$ 4.821	Unica Vez	Sobre el monto de la serie
Derechos de Cotización (BCBA)					Mensual	Se calcula anual, y se paga mensual.
Publicaciones Reglamentarias	De 1/2 página	\$ 313	\$ -	\$ 313	Unica Vez	Semanario de la Bolsa + Suplemento Diario
Publicaciones /Road Show /Otros Gastos		\$ 13.000	\$ 2.730	\$ 15.730	Unica Vez	

Fuente: Elaboración propia.

Los gastos iniciales, en toda estructura financiera representa un número sumamente importante, que repercute en el cálculo del costo financiero total, representando en esta estructura monto inicial al momento de la emisión de aproximadamente **\$ 306.291,57**

Estructura Impositiva

Título: Calculo de Ingreso Bruto

DIAS	MONTO	VAN	INT FF	IIBB
	A	B	C = A - B	C * 5,5%
17	412.832	408.919	3.913	215
48	550.443	535.839	14.604	803
78	550.443	526.909	23.534	1.294
109	550.443	517.838	32.605	1.793
139	550.443	509.208	41.235	2.268
170	550.443	500.441	50.002	2.750
201	550.443	491.826	58.617	3.224
229	550.443	484.171	66.272	3.645
260	550.443	475.836	74.607	4.103
290	550.443	467.906	82.537	4.540
321	550.443	459.850	90.593	4.983
351	550.443	452.187	98.256	5.404
382	550.443	444.402	106.041	5.832
413	550.443	436.751	113.692	6.253
443	550.443	429.472	120.971	6.653
474	550.443	422.078	128.365	7.060
504	550.443	415.044	135.399	7.447
535	550.443	407.899	142.544	7.840
566	550.443	400.876	149.567	8.226
595	550.443	394.416	156.027	8.581
626	550.443	387.626	162.817	8.955
656	550.443	381.166	169.277	9.310
687	550.443	374.604	175.839	9.671
717	550.443	368.361	182.082	10.015
748	550.443	362.019	188.424	10.363
779	550.443	355.787	194.656	10.706
809	550.443	349.857	200.586	11.032
840	550.443	343.834	206.609	11.363
870	412.832	253.578	159.254	8.759
901	275.222	166.142	109.080	5.999
932	137.611	81.641	55.970	3.078

Fuente: Elaboración propia.

Título: Calculo del Impuesto a las Ganancias

Nro.	DIAS	MONTO	VA al Mes	INT FF	COSTOS	BI Mensual	IG
		A	B	C	D	E	F
1	17	412.832	12.606.485	120.629	114.823	5.806	2.032
2	48	550.443	12.314.282	215.718	123.351	92.367	32.328
3	78	550.443	11.979.557	203.028	126.406	76.622	26.818
4	109	550.443	11.632.142	203.769	113.006	90.762	31.767
5	139	550.443	11.285.467	191.265	115.815	75.450	26.408
6	170	550.443	10.926.289	191.404	112.191	79.213	27.724
7	201	550.443	10.567.249	185.114	99.898	85.216	29.826
8	229	550.443	10.201.921	161.284	104.579	56.705	19.847
9	260	550.443	9.812.761	171.897	103.378	68.519	23.982
10	290	550.443	9.434.215	159.890	91.999	67.891	23.762
11	321	550.443	9.043.662	158.424	90.597	67.827	23.740
12	351	550.443	8.651.643	146.627	91.025	55.601	19.461
13	382	550.443	8.247.827	144.483	82.848	61.635	21.572
14	413	550.443	7.841.867	137.372	78.849	58.522	20.483
15	443	550.443	7.428.795	125.902	76.527	49.376	17.281
16	474	550.443	7.004.255	122.699	70.745	51.953	18.184
17	504	550.443	6.576.510	111.458	70.815	40.643	14.225
18	535	550.443	6.137.525	107.515	61.151	46.365	16.228
19	566	550.443	5.694.597	99.756	57.007	42.749	14.962
20	595	550.443	5.243.910	85.887	56.611	29.275	10.246
21	626	550.443	4.779.354	83.723	47.828	35.895	12.563
22	656	550.443	4.312.634	73.090	45.542	27.548	9.642
23	687	550.443	3.835.281	67.185	40.957	26.228	9.180
24	717	550.443	3.352.023	56.810	33.975	22.834	7.992
25	748	550.443	2.858.390	50.072	28.363	21.710	7.598
26	779	550.443	2.358.019	41.307	27.398	13.909	4.868
27	809	550.443	1.848.883	31.335	27.724	3.611	1.264
28	840	550.443	1.329.775	23.295	28.055	-4.761	0
29	870	412.832	802.626	13.603	25.451	-11.848	0
30	901	275.222	403.397	7.067	22.691	-15.624	0
31	932	137.611	135.242	2.369	19.770	-17.401	0

Fuente: Elaboración propia.

Conceptualmente en el Fideicomiso Financiero se genera la base imponible cuando los ingresos financieros son superiores a los egresos financieros, para ello el cálculo es el siguiente:

A: Monto cedido. Activo Fideicomitado.

B: se calcula el valor actual de la cartera a la misma tasa de descuento del flujo cedido, mensualmente.

C: $- B1 + B2 + A1$. Se resta el valor actual del mes 1, se suma el valor actual del flujo futuro de la cartera en el mes 2, y a eso se le adiciona el monto cedido del mes 1, recalculando todos los meses la base imponible.

D: interés del VRD A + interés del VDR B + gastos mensuales.

Ejemplo mes 1:

Interés VDRA	83.928
Interés VDRB	13.988
Gastos	16.692
IIBB	215
Gastos Mensuales	114.823

Impuesto al Valor Agregado

El Fideicomiso Financiero con oferta pública se encuentra exento del IVA.

Impuesto a los débitos y Créditos

Al ser una operación del mercado financiero, el pago de parte del Fiduciario, a través del Fideicomiso Financiero a los tenedores de los títulos valores emitidos por el mismo, se encuentran exento de dicho impuesto.

Análisis comparativo de la rentabilidad de TINUVIEL SA sin Fideicomiso Financiero y con la aplicación del mismo.

Como se puede ver en el siguiente cuadro, la alternativa de quedarse con la cartera de créditos, sin la aplicación de un Fideicomiso Financiero a la estructura de Tinuviel, produce un estancamiento temporal al no poder originar mas créditos ya que no posee liquidez.

La utilidad en tal situación sería de \$ 8.184.812, actualizando el flujo futuro a una Tasa de Descuento del 25% (tomando como referencia la inflación), arroja un Valor Actual de \$ 11.901.753, dejando una utilidad bruta de (\$ 11.901.753 – \$ 7.915.649) que es igual a \$ 3.986.104.

Título: Rentabilidad sin Fideicomiso Financiero.

	Capital	Interes	Total	Utilidad
2010	467.297	1.596.865	2.064.162	1.596.865
2011	2.306.825	4.298.493	6.605.317	4.298.493
2012	4.385.753	2.219.565	6.605.317	2.219.565
2013	755.775	69.890	825.665	69.890
Total	7.915.649	8.184.812	16.100.461	8.184.812

Fuente: Elaboración propia.

Pero, si TINUVIEL aplica la propuesta planteada en esta tesis, y constituye un Fideicomiso Financiero cediendo al mismo una cartera de saldo de capital de \$ 7.915.649, el monto de emisión será de \$ 12.606.486, con lo cual arroja una utilidad actualizada de \$ 4.690.837, claramente superior a la actualización del flujo futuro como se puede ver en el siguiente cuadro:

Título: Rentabilidad con Fideicomiso Financiero.

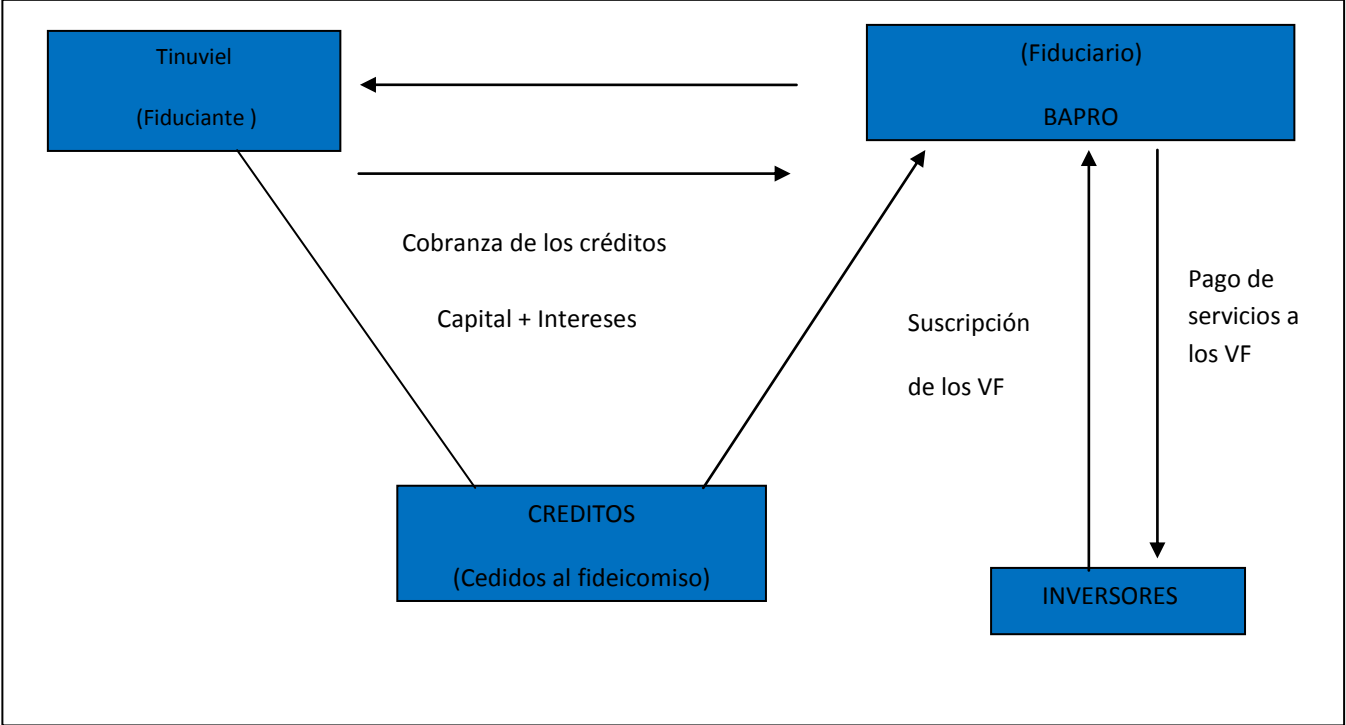
	Participación	V/N
VDFA	75,00%	9.454.864
VDFB	10,00%	1.260.649
CP	15,00%	1.890.973
	100,00%	12.606.486

Fuente: Elaboración propia.

De esto modo, la aplicación del mismo resulta favorable en la estructura de TINUVIEL, no solo al darle mas liquidez, sino que también una mayor rentabilidad.

Diagrama de la estructura de la operación

Título: Estructura de la operación de TINUVIEL SA



FUENTE: elaboración propia.

CONCLUSIÓN GENERAL

A lo largo del desarrollo de este trabajo, se analizó las características teóricas del Fideicomiso Financiero, su marco legal, el contexto en el que se encuentra en la actualidad, hasta su aplicación exitosa en un caso práctico.

La figura del fideicomiso es una herramienta poderosa que permite diseñar estructuras de financiamiento a medida del proyecto. Permite generar alternativas de inversión que de otro modo, por la escala del negocio no se hubiera podido hacer.

A través del estudio del material y la aplicación de este análisis, se puede afirmar que la utilización del Fideicomiso, puede resolver en gran medida los problemas financieros como pudo verse en el caso de TINUVIEL SA, una PYME que sin la utilización de esta herramienta no hubiera podido crecer lo suficiente, ni lograr la liquidez que obtuvo por medio de la aplicación de un Fideicomiso Financiero.

Un buen diseño no implica éxito. Reduce riesgos pero no elimina el riesgo propio del negocio. El fideicomiso no asegura rendimientos.

La estructura de incentivos más la confianza y la seriedad del fiduciario permiten levantar severas restricciones de acceso a crédito, tal como se ha podido comprobar con la estructuración del Fideicomiso de Tinuviel. Es importante resaltar que esta figura es importante coexistiendo con el sistema financiero.

El fideicomiso es una herramienta que bien utilizada tiene un gran potencial, pero los maltratos pueden condicionar la utilización de esta herramienta.

Finalmente, sin perjuicio de la posibilidad de un cambio en las regulaciones de este tipo de figuras que pueda detener un poco el impulsivo crecimiento de este tipo de negocios¹², se considera que igualmente es una de las mejores alternativas a la hora de realizar una inversión que promueva el financiamiento empresarial.

¹² Se refiere concretamente a un proyecto de ley existente que tiende a reducir sustancialmente el beneficio de no tributación del impuesto a las ganancias en cabeza de los Fideicomisos Financieros que distribuyen utilidades a tenedores de certificados de participación.

Debido a que muchas veces el poco conocimiento de la figura deja fuera del ámbito a muchos inversionistas que solo pueden acceder a ella siendo asesorados, se espera que la lectura de este trabajo ayude a comprender el funcionamiento y a darle el impulso que se necesita para enfrentar cualquier decisión de inversión teniendo en cuenta el riesgo que quieran asumir.

BIBLIOGRAFÍA

- Fowler Newton, E. (2001): Contabilidad Superior, Buenos Aires, Ediciones Macchi.
- Mariani de Vidal, Marina, Curso de Derechos Reales, Zavalía Editor, Buenos Aires, 1993, t.3, p.228.)
- Elaboración Informe Deloitte. Banking Newsletter de novedades financieras. Nro. 71, junio 2010. Fuente BCBA.
- Informe IAMC (Instituto Argentino de Mercado de Capitales). Junio 2010. Fuente BCBA.
- Resolución Técnica N° 8 de la FACPCE
- Malumián, N, Diplotti, A.G, Gutierrez, P. (2001): Fideicomiso y Securitización, Análisis Legal, Fiscal y Contable. Buenos Aires, La Ley.
- Ley de Impuesto a las Ganancias. La Ley, (2007)
- Ley de Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta. La Ley, (2007)
- Ley de Impuesto a los Bienes Personales. La Ley, (2007)
- Ley de IVA. ERREPAR, (2008)
- Ley de Pymes. Internet.
- Ley 24.441 de Fideicomisos.
- Resoluciones de la Comisión Nacional de Valores.
- Código Civil de la República Argentina. Internet
- Artículos publicados en diferentes diarios del país.
- Almada, L. y Matich, C. (2008): "Fideicomiso Agropecuario. Aspectos Generales. (Parte 1), Revista Ban/c, 10º8, Abril 2008, Opinión Tributario.
- Nora Trotta, Guido Micele "Informe mensual de fideicomisos"
- Foro Económico financiero Reuters.

Principales direcciones de Internet

- 1) www.afip.gov.ar
- 2) www.rentasgcba.gov.ar
- 3) www.rentas.gba.gov.ar
- 4) www.cafidap.org.ar
- 5) www.cnv.com.ar
- 6) www.laleyonline.com.ar
- 7) www.errepar.com.ar
- 8) www.garantizar.com.ar

ANEXOS

Anexo 1

L E Y N° 24.441

Sanción: 22 de diciembre de 1994.

Promulgación: 9 de enero de 1995.

Publicación en el Boletín Oficial: 16 de enero de 1995.

Art. 1º- Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerlo en beneficio de quien designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.

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

Podrá designarse más de un beneficiario, los que salvo disposición en contrario se beneficiarán por igual; también podrán designarse beneficiarios sustitutos para el caso de no aceptación, renuncia o muerte.

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.

El derecho del beneficiario puede transmitirse por actos entre vivos o por causa de muerte, salvo disposición en contrario del fiduciante.

Art. 3º- El fideicomiso también podrá constituirse por testamento, extendido en alguna de las formas previstas por el Código Civil, el que contendrá al menos las enunciaciones requeridas por el art. 4º. En caso de que el fiduciario

designado por testamento no aceptare se aplicará lo dispuesto en el art. 10 de la presente ley.

Anexo 2

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL			
<u>Correspondiente al ejercicio finalizado el 31 de mayo de 2009</u>			
<u>Comparativo con el ejercicio anterior</u>			
	<i>Cifras expresadas en pesos</i>		
	ACTIVO	2009	2008
ACTIVO CORRIENTE			
Caja y Bancos (Nota 2.1.1.)		1.553.397,79	3.021.623,67
Créditos por Préstamos (Nota 2.1.2.)		19.784.161,09	2.390.930,63
Otros Créditos (Nota 2.1.3.)		5.052.055,26	1.303.334,70
Inversiones (Nota 2.1.4.)		9.693.859,61	866.777,84
TOTAL DEL ACTIVO CORRIENTE		36.083.473,75	7.582.666,84
ACTIVO NO CORRIENTE			
Crédito por Préstamos (Nota 2.1.2.)		-	2.495.251,47
Otros Créditos (Nota 2.1.3.)		888.453,20	1.060.072,00
Inversiones (Nota 2.1.4.)		68,82	6.654.541,78
Bienes de Uso (Nota 2.1.5 y Anexo I)		269.105,45	376.468,06
TOTAL DEL ACTIVO NO CORRIENTE		1.157.627,47	10.586.333,31
TOTAL		37.241.101,22	18.169.000,15
	PASIVO		
PASIVO CORRIENTE			
Cuentas por Pagar (Nota 2.2.1.)		8.512.869,11	4.744.766,54
Deudas Financieras (Nota 2.2.2.)		23.256.573,28	2.073.870,05
Remuneraciones y Cargas Sociales (Nota 2.2.3)		108.456,15	67.939,98
Cargas Fiscales (Nota 2.2.4)		2.191.895,36	2.021.703,04
TOTAL DEL PASIVO CORRIENTE		34.069.793,90	8.908.279,61
PASIVO NO CORRIENTE			
Deudas Financieras (Nota 2.2.2.)		28.525,97	7.201.283,06
TOTAL DEL PASIVO NO CORRIENTE		28.525,97	7.201.283,06
SUB-TOTAL		34.098.319,87	16.109.562,67
PATRIMONIO NETO			
(S/ Estado de Evolución del Patrimonio Neto)		3.142.781,35	2.059.437,48
TOTAL DEL PATRIMONIO NETO		3.142.781,35	2.059.437,48
TOTAL		37.241.101,22	18.169.000,15

Anexo 3

Entrevista que sirvió para recolección de datos de TINUVIEL SA

Martín Furst (accionista de TINUVIEL SA)

¿Cuándo y como nace TINUVIEL SA?

Tinuviel nace en diciembre de 2004 con el fin de cubrir necesidades a mutuales y cooperativas, tanto asistencia financiera como técnica. Estas mutuales y cooperativas son nuestros intermediarios.

¿Cuántas sucursales tiene actualmente?

La casa central esta en capital y estamos operando en varias provincias como ser Córdoba, Santa Fe, Corrientes, Jujuy entre otras. Tenemos sucursales propias pero en algunas provincias contamos con representantes y comercializadores, debido a que en determinadas provincias no es rentable tanta inversión en infraestructura.

¿Trabaja con alguna entidad intermediaria?

Si, con cooperativas y mutuales como te comente anteriormente.

¿Cómo es la operatoria de TINUVIEL SA?

Resumiendo un poco el proceso, consiste en originación de prestamos personales y adelanto de haberes, por lo general a jubilados con un régimen de descuento de haberes otorgándonos para ellos un código de descuento. El proceso se cumple siempre que los beneficiarios cumplan con una serie de requisitos.

¿Qué característica tiene los prestamos que otorga?

Son prestamos en pesos con plazos máximos que van desde los 36 a 40 meses dependiendo el caso. Con tasas fijas, topes y requisitos para otorgar los mismo.

¿Considera que la utilización de Fideicomisos Financieros son favorables para TINUVIEL SA?

Si, considero que es favorable, ya que con la utilización del Fideicomiso Tinuviel logro paliar su problema financiero y de liquidez, dando un salto muy grande, ya que por un lado pudo conseguir nuevos inversores como ser los Fondos de Inversión, Aseguradoras, y Bancos donde por un lado las Aseguradoras y los Fondos no pueden comprar la cartera cedida, pero si pueden comprar los Títulos de Deuda, y así Tinuviel aumento su base de inversores, logrando bajar su tasa pasiva (tasa de endeudamiento).

¿Optaría por otro medio de financiación o apostaría como ya lo hizo en los Fideicomisos Financieros?

No optaría por otro medio de financiación, pero tampoco me cerraría solamente al Fideicomiso, sino que combinaría el mismo con la Venta de Cartera a los Bancos.

Anexo 4

En las siguientes entrevistas se intentará demostrar la inclinación hacia los Fideicomisos Financieros por parte de diferentes jugadores del mercado, que sirvió para inclinarnos sobre ellos al proponerle a TINUVIEL SA una herramienta satisfactoria antes sus problemas de liquidez.

ENTREVISTA 1 (Lucas - Analista de Riesgo)

¿Actualmente se encuentra invirtiendo en Fideicomisos Financieros?
Si.

¿Cuál es su rendimiento?

En las condiciones en la que esta el mercado en estos tiempos, el rendimiento promedio tendría que ser aproximado al 17% en adelante, pero habría que tener en cuenta también el activo en el que se esta invirtiendo. Lo que intento decir es que depende del plazo, el riesgo y otros factores que habría que analizar.

¿Qué plazo máximo espera para sus inversiones?

Actualmente nosotros no estamos haciendo colocaciones de más de 4 meses de duration, es un plazo promedio.

¿Cuál es la calificación de sus inversiones?

AA+ de Standar & Poors o Fitch

¿Piensa seguir invirtiendo en Fideicomisos Financieros?

Si, por el momento considero que es una herramienta rentable en las condiciones en las que esta el mercado.

ENTREVISTA 2 (Roberto – Galicia)

¿Actualmente se encuentra invirtiendo en Fideicomisos Financieros?
Si, aunque estamos con unos problemas de liquidez.

¿Cuál es su rendimiento?

Alrededor del 20%

¿Qué plazo máximo espera para sus inversiones?

Por el momento una duration no mayor a los 6 meses.

¿Cuál es la calificación de sus inversiones?

AA para el Bono A y BBB+ para los Bonos B.

¿Piensa seguir invirtiendo en Fideicomisos Financieros?

El Mercado de los Fideicomisos Financieros sigue creciendo, así que si podemos solucionar nuestros problemas de liquidez continuaremos invirtiendo en ellos.

ENTREVISTA 3 (Marcos – Cohen)

¿Actualmente se encuentra invirtiendo en Fideicomisos Financieros?
Si.

¿Cuál es su rendimiento?

Las tasas con las que nos estamos manejando no tienen que ser menores al 17%.

¿Qué plazo máximo espera para sus inversiones?

Nos caracterizamos por priorizando mayores tasas y no vemos tanto las durations, ya que estamos invirtiendo a largo plazo.

¿Cuál es la calificación de sus inversiones?

No menores a A.

¿Piensa seguir invirtiendo en Fideicomisos Financieros?

Definitivamente.

ENTREVISTA 4 (Horacio – Alecan Financial Group)

¿Actualmente se encuentra invirtiendo en Fideicomisos Financieros?

Si. Pero lo estamos haciendo con mucha cautela.

¿Cuál es su rendimiento?

Estamos trabajando con tasas que acompañen a la inflación, aproximadamente van desde un 17% a un 19%.

¿Qué plazo máximo espera para sus inversiones?

12 meses

¿Cuál es la calificación de sus inversiones?

Mínima AA de Fitch Ratings Argentina

¿Piensa seguir invirtiendo en Fideicomisos Financieros?

Desde ya, pero como te dije antes, con cautela.