

TRABAJO DE INVESTIGACIÓN FINAL

Fideicomiso Financiero como
instrumento de financiación PyME: un
análisis de sus ventajas, limitaciones y
perspectivas de desarrollo

Autor/es:

Guerrero, Nicolás - LU: 1188626

Lucas, Nicolás Javier - LU: 1197324

Carrera:

Contador Público

Tutor/es:

Rodríguez, Verónica Alejandra

Año:

2026

Resumen

El presente trabajo analiza el Fideicomiso Financiero como instrumento de financiación para PyMEs en Argentina. La investigación surge a partir de la escasa utilización de esta herramienta, que se mantiene a pesar de los beneficios impositivos, contables y financieros que ofrece y de los importantes esfuerzos regulatorios para fomentar su empleo. Para llevar a cabo el análisis, se realizaron entrevistas a diversos actores vinculados con el tema en estudio, cuyos testimonios permitieron verificar que, si bien el Fideicomiso Financiero presenta importantes ventajas, su difusión es limitada por la complejidad de su estructuración, sus costos y el escaso conocimiento de la herramienta y del mercado de capitales en general. Asimismo, un análisis cuantitativo de diversas alternativas de financiación permitió confirmar el alto peso relativo de los costos de estructuración dentro del Costo Financiero Total Nominal Anual del instrumento estudiado, constatando los hallazgos provenientes de las entrevistas. Por ello, el análisis permitió concluir que el Fideicomiso Financiero no constituye una solución general para todas las PyMEs, sino una gran alternativa de financiación para empresas que reúnan determinadas características. En este contexto, la expansión de su uso dependerá de la continuidad de las políticas orientadas a facilitar su acceso, de intervenciones coordinadas en materia de educación financiera y del fortalecimiento del mercado de capitales como fuente de financiamiento productivo.

Palabras clave: Fideicomiso Financiero, PyMEs, Financiamiento, Mercado de Capitales, Acceso al crédito

Índice general

1. Introducción.....	7
1.1 Fundamentación.....	7
1.2 Planteamiento del problema.....	8
1.3 Objetivos.....	9
1.3.1 Objetivo general.....	9
1.3.2 Objetivos específicos.....	9
2. Marco teórico y normativo del fideicomiso.....	10
2.1 Fideicomiso.....	10
2.2 Fideicomiso Financiero.....	10
2.2.1 Partes del Fideicomiso Financiero y sus roles.....	10
2.2.1.1 Fiduciante.....	10
2.2.1.2 Fiduciario.....	11
2.2.1.3. Beneficiario.....	11
2.2.1.3.1 Valores fiduciarios.....	11
2.2.1.3.2 Programa global de valores fiduciarios.....	12
2.2.1.4 Fideicomisario.....	12
2.2.2 Bienes Fideicomitados.....	13
2.2.2.1 Protección e insuficiencia patrimonial.....	13
2.2.2.2 Titulización de activos como bienes fideicomitados.....	14
2.2.2.3 Características de la titulización.....	14
2.3 Tratamiento Contable del Fideicomiso.....	14
2.3.1 Contabilidad en Fideicomisos Financieros.....	15
2.4 Tratamiento impositivo del Fideicomiso Financiero.....	15
2.4.1 Impuesto a las Ganancias.....	16
2.4.2 Impuesto al Valor Agregado.....	16
2.4.3 Impuesto a los Bienes Personales.....	16
2.4.4 Impuesto sobre los Ingresos Brutos.....	16
2.4.5 Impuesto sobre los débitos y créditos bancarios.....	17
2.4.6 Impuesto de Sellos.....	17
2.5 Las PyMEs en Argentina.....	17
2.5.1 La Utilización de Fideicomisos Financieros en PyMEs.....	18
2.5.2 Ventajas del FF como instrumento de financiación.....	19
2.5.3 Barreras de acceso al FF por parte de las PyMEs.....	19
2.5.4 Costos de un FF en PyMEs.....	20
2.5.5 Alternativas de financiación PyME.....	21
3. Metodología.....	24

4. Trabajo de campo.....	25
4.1 Uso actual del fideicomiso financiero PyME.....	25
4.2 Entrevistas con profesionales del área.....	26
4.3 Perspectiva institucional.....	27
4.4 Perspectiva de la oferta: Fiduciaria Del Norte S.A.....	28
4.5 Perspectiva desde la práctica.....	29
4.6 Integración de las perspectivas.....	31
4.7 Análisis cuantitativo.....	32
4.7.1 Supuestos generales del análisis cuantitativo.....	32
4.7.1.1 Fideicomiso Financiero.....	34
4.7.1.2 Descuento de Cheque de Pago Diferido Avalado.....	35
4.7.1.3 Descuento de Cheques de Pago Diferido en el sistema bancario.....	36
4.7.1.4 Préstamo bancario.....	37
4.7.1.5 Descuento de pagarés propios.....	37
4.7.2 Comparación entre instrumentos.....	38
5. Conclusión y propuestas de mejora.....	42
Referencias.....	44
6. Anexos.....	50

Índice de figuras y cuadros

Figura 1.....18

Figura 2.....22

Cuadro 1..... 34

Cuadro 2..... 38

Cuadro 3..... 40

Índice de anexos

6. Anexos.....	50
6.1 Evolución normativa de FF emitidos bajo régimen PyME.....	50
6.2 Entrevistas y cuestionarios.....	51
6.2.1 Entrevista presencial con Miguel Angel Siebens.....	51
6.2.2 Entrevista virtual con Federico Cavarozzi.....	54
6.2.3 Entrevista presencial con Alejandro Berney.....	56
6.2.4 Cuestionario a Fiduciaria Del Norte S.A via mail.....	57
6.2.5 Entrevista virtual con CFO de Hector A. Bertone.....	58
6.3 Fuentes del análisis cuantitativo.....	63

1. Introducción

1.1 Fundamentación

La falta de acceso al financiamiento constituye uno de los principales obstáculos para el crecimiento y desarrollo de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) en Argentina, las cuales representan uno de los motores fundamentales de la economía de nuestro país.

Los métodos de financiación tradicional, como el préstamo bancario, exigen garantías, estados contables sólidos y un buen historial crediticio. De esta forma, gran parte de las PyMEs quedan excluidas del acceso al crédito formal o, si logran acceder, lo hacen en condiciones desfavorables.

Es por esto que el Fideicomiso Financiero (FF) se presenta como una alternativa concreta y regulada, que posibilita el acceso al mercado de capitales sin depender de los requisitos y condiciones ya mencionadas, además de propiciar el aprovechamiento integral de determinados beneficios propios del instrumento. A pesar de dichas ventajas, su uso en el segmento PyME es prácticamente nulo.

Resulta fundamental para cualquier Contador Público conocer las distintas alternativas que existen para el financiamiento de las PyMEs, tanto en su rol de asesor o consultor (ya que es el profesional más idóneo para informar sobre este tipo de decisiones estratégicas) como en su rol de gerente. El estudio de los distintos instrumentos no solo aporta a su conocimiento académico, sino que también le permite incorporar herramientas útiles que le otorgan una mayor competitividad en el sector.

1.2 Planteamiento del problema

El problema central, que motiva la realización del presente trabajo, es la compleja situación que atraviesan las PyMEs a la hora de buscar financiación a través de los métodos convencionales. Si bien las causas de este fenómeno son múltiples, todas convergen a un mismo punto: el sistema financiero subordina el otorgamiento del crédito, sus condiciones y costos al riesgo de impago del prestatario, riesgo que, en personas jurídicas, se evalúa principalmente a través de los estados contables. En este aspecto, la alta presión fiscal que existe en Argentina conduce a que muchas PyMEs no reflejen fielmente su realidad económica y financiera, con el ánimo de reducir la carga impositiva. De esta forma, la alta presión fiscal y otros problemas estructurales no solo condicionan la rentabilidad de las empresas, sino que también generan incentivos para formar una economía parcialmente informal y reducen la capacidad crediticia de las PyMEs, lo que afecta directamente a su desarrollo.

Sin embargo, el FF elimina una de las principales limitaciones, ya que los bienes fideicomitidos permanecen separados del patrimonio del fiduciante, otorgando mayor protección a los flujos y condiciones pactadas en el contrato ante eventuales problemas de solvencia.

En la actualidad, el contrato de FF se encuentra regulado por fuentes muy variadas, como el Código Civil y Comercial de la Nación, leyes, resoluciones y decretos. Muchas de estas normativas se han enfocado en fomentar su utilización como herramienta de financiación por parte de las PyMEs, apuntando a su simplificación, modernización y abaratamiento de costos. A pesar de esto, su utilización en la práctica es más bien escasa si la comparamos con métodos bancarios tradicionales y con otros instrumentos de financiación en el mercado bursátil.

Esta situación será el motivo principal de estudio de la presente investigación. Para esto se analizará si los obstáculos que limitan su uso tienen que ver con falta de incentivos, desconocimiento del instrumento o dificultades para resolver la complejidad que este pueda traer aparejada.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo general

Analizar el FF como instrumento de financiación para PyMEs en Argentina, identificando sus principales beneficios y las barreras prácticas que limitan su uso.

1.3.2 Objetivos específicos

- Analizar el marco normativo y regulatorio de los FF en Argentina, con un enfoque especial hacia el régimen simplificado PyME.
- Determinar en qué casos el FF constituye la herramienta de financiación más adecuada para una PyME.
- Identificar cuáles son los obstáculos que obstaculizan su uso en la práctica.
- Llevar a cabo un análisis comparativo del costo financiero que posee el FF frente a otras alternativas de financiación para PyMEs.

2. Marco teórico y normativo del fideicomiso

2.1 Fideicomiso

La Ley N° 24.441, que reguló originalmente los contratos de fideicomiso en Argentina, fue promulgada en 1995. Posteriormente, gran parte de su regulación fue incorporada al Código Civil y Comercial de la Nación (CCyCN), donde actualmente se encuentran establecidos sus principales aspectos normativos.

El CCyCN en su art. 1.666 define el contrato de fideicomiso:

Hay contrato de fideicomiso cuando una parte, llamada fiduciante, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona denominada fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de otra llamada beneficiario, que se designa en el contrato, y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario.

2.2 Fideicomiso Financiero

En este marco, el CCyCN en su art. 1.690 define al FF:

Fideicomiso financiero es el contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiarios son los titulares de los títulos valores garantizados con los bienes transmitidos.

Además del CCyCN, la Resolución General N° 622/2013 de la Comisión Nacional de Valores (CNV), se encarga de regular los aspectos principales de los FF que hagan oferta pública de sus títulos valores, en el capítulo IV de su título V.

2.2.1 Partes del Fideicomiso Financiero y sus roles

En el FF intervienen distintas partes con funciones específicas dentro de la estructura del instrumento. Los sujetos pueden ser una o más personas humanas y/o jurídicas, salvo el fiduciario, quien debe ser una persona jurídica constituida como Sociedad Anónima.

2.2.1.1 Fiduciante

El fiduciante es el sujeto que constituye el fideicomiso y transfiere los bienes o derechos fideicomitados al fiduciario. En el caso de los FF utilizados como herramienta de financiamiento, se trata de la empresa que busca obtener fondos mediante la titulización de

determinados activos. En ningún caso el fiduciante podrá ser el mismo sujeto que el fiduciario.

2.2.1.2 Fiduciario

Es aquel sujeto nombrado por el fiduciante, quien adquiere la titularidad del dominio fiduciario, convirtiéndose en el dueño temporal e imperfecto de los bienes fideicomitidos por un plazo o condición determinada. El fiduciario es el encargado de emitir los valores fiduciarios, administrar los activos y ejercerlos en beneficio de los beneficiarios durante la vigencia del contrato, actuando en nombre propio, pero siempre defendiendo intereses ajenos. Asimismo, es quien debe cumplir con las obligaciones fiscales correspondientes al fideicomiso y a los bienes fideicomitidos, de acuerdo a lo dispuesto por el Art. 6 de la Ley N° 11.683.

Sumado a las responsabilidades y obligaciones que recaen en esta figura, el fiduciario tiene el deber de informar detalladamente su gestión al menos una vez al año y, según lo dispuesto por la normativa vigente, no podrá ser librado de esta obligación.

En el FF, el fiduciario debe ser un sujeto profesional e idóneo autorizado, ya sean entidades financieras autorizadas bajo la Ley N° 21.526 o sociedades específicamente aprobadas por la CNV. En ambos casos es obligatoria su inscripción en el registro de fiduciarios financieros, los cuales son regulados y fiscalizados por la CNV. En la actualidad, los fiduciarios deben contar con un patrimonio neto mínimo exigido por la CNV, equivalente a 950.000 UVAs, con una contrapartida líquida mínima del 50%.

2.2.1.3. Beneficiario

Es aquel sujeto que contrae los derechos económicos derivados del fideicomiso. En los FF los beneficiarios suelen ser múltiples sujetos (inversores), que acceden de forma privada o mediante el mercado de capitales (en caso de oferta pública), quienes reciben a cambio de su inversión la titularidad de los certificados de participación y/o valores de deuda fiduciaria garantizados con los activos fideicomitidos.

2.2.1.3.1 Valores fiduciarios

Los valores fiduciarios representan los instrumentos emitidos dentro del FF y constituyen la fuente de financiamiento obtenida a través del mercado de capitales. Los valores fiduciarios admitidos como valor negociable son:

Valores de Deuda Fiduciaria (VDF): son instrumentos de renta fija que, en todas sus categorías, otorgan al inversor el derecho al cobro del capital más intereses. Pueden ser emitidos por el fiduciante, el fiduciario o un tercero.

Certificados de Participación (CP): son instrumentos de renta variable que, en todas sus categorías, otorgan al inversor el derecho al cobro del capital más utilidades, permitiendo participar en los resultados operativos generados por los bienes fideicomitidos. Solo pueden ser emitidos por el fiduciario.

Las características, condiciones y el nivel de riesgo de estos instrumentos varían según la estructura de cada FF y se encuentran establecidas en el respectivo prospecto de emisión. Los valores fiduciarios podrán ser pagaderos en moneda extranjera y pactarse en tasa de interés fija, semi fija o variable.

2.2.1.3.2 Programa global de valores fiduciarios

En la actualidad, la normativa de la CNV habilita dos modalidades para la oferta pública de los valores fiduciarios. Conforme el Art.12 de la resolución general N° 992/2024, el fiduciario puede optar por: una emisión individual de los valores negociables hasta un monto máximo o, una emisión dentro de un programa global con un monto máximo para la constitución de FF. Las normas de la CNV (2013) definen al programa global como “un marco general bajo el cual pueden emitirse o volver a emitirse clases o series de obligaciones negociables y valores fiduciarios hasta el monto máximo autorizado”.

Bajo esta estructura, la aprobación regulatoria se realiza una única vez a nivel del programa mediante un “prospecto marco” y cada FF en particular se instrumenta a través de un suplemento de prospecto con las condiciones específicas de cada serie. Ello permite amortizar los costos fijos de estructuración a lo largo de múltiples emisiones y reduce los tiempos de acceso al mercado de capitales.

En el caso particular de las PyMEs, fiduciarias como “Fiduciaria del Norte S.A” o “Rosario Fiduciaria S.A” cuentan con este tipo de programas globales ya aprobados, con el ánimo de sumar a este segmento empresarial a la emisión de valores fiduciarios, siempre que cumplan con las condiciones impuestas inicialmente en el marco global, dándoles la posibilidad de financiarse a un menor costo y con menos burocracia administrativa.

2.2.1.4 Fideicomisario

El fideicomisario es el destinatario final de los bienes remanentes del fideicomiso una vez cumplido el plazo o la condición establecida en el contrato. En los FF, suele tratarse del

propio fiduciante, de los beneficiarios o de un tercero designado para recibir los bienes residuales luego de canceladas las obligaciones asumidas con los inversores y gastos vinculados con la estructura del contrato.

2.2.2 Bienes Fideicomitidos

El CCyCN, en su artículo 1670, establece que pueden transmitirse al fideicomiso distintos tipos de bienes o derechos con valor económico susceptibles de ser objeto de comercio.

Los bienes fideicomitidos constituyen el objeto central del fideicomiso y conforman un patrimonio autónomo separado del patrimonio personal del fiduciante y del fiduciario. Esta característica representa uno de los principales atributos del FF, ya que permite aislar los activos fideicomitidos de eventuales problemas patrimoniales o financieros de las partes intervinientes. Las características y riesgos de dichos activos son los factores fundamentales a considerar por los inversores para evaluar el grado de confiabilidad de la inversión ya que, a diferencia de lo que ocurre en los demás instrumentos de financiación, en el FF el riesgo de crédito del instrumento no recae primariamente en el sujeto emisor, lo que (en algunos casos) permite reducir significativamente la tasa que hubiera sido exigida al titular original de los activos.

2.2.2.1 Protección e insuficiencia patrimonial

Una de las principales características del FF es la protección jurídica del patrimonio fideicomitado, ya que los bienes transferidos responden únicamente por las obligaciones asumidas en el marco del propio fideicomiso y permanecen separados del patrimonio del fiduciante y del fiduciario. No obstante, dicha protección puede perder eficacia si judicialmente se demuestra que el fideicomiso fue utilizado con fines fraudulentos o de simulación.

Es de suma importancia destacar que el FF, como instrumento sin personería jurídica, no puede ser objeto de concurso preventivo ni de quiebra. Ante la insuficiencia de los bienes fideicomitidos y de otros recursos para satisfacer las obligaciones contraídas, en los FF con oferta pública, se prevé que el fiduciario convoque una asamblea de todos los tenedores de VRD y CP para adoptar medidas colectivas, la cual sesionará con quórum y mayorías equivalentes a una asamblea extraordinaria de Sociedad Anónima. Del mismo modo, para hacer efectivas las decisiones es necesario el acuerdo del 75% de todos los valores fiduciarios emitidos y en circulación, sin contemplar a los valores fiduciarios subordinados.

2.2.2.2 Titulización de activos como bienes fideicomitidos

Uno de los mecanismos más utilizados dentro de los vehículos de inversión colectiva, como los FF o Fondos Comunes de Inversión, es la titulización o securitización de activos. Según Martin (1996), “Securitizar un activo, o conjuntos de activos, consiste en emitir títulos cuyo cobro tiene como respaldo el flujo de fondos de dicho activo o conjuntos de activos” (p. 2).

Este proceso permite transformar activos o derechos de cobro en valores negociables, facilitando el acceso al financiamiento mediante el adelanto de flujos de fondos futuros, convirtiendo activos de menor liquidez en instrumentos negociables dentro del mercado de capitales.

2.2.2.3 Características de la titulización

Martin (1996) también menciona que los activos a fideicomitir deben disponer de ciertas características o condiciones para resultar atractivos para el mercado y tener mejor calidad crediticia: homogeneidad de los activos en cuanto a su naturaleza; antigüedad de los créditos a titularizar (para seleccionar aquellos que no hayan entrado en mora) y del originador de los créditos; los activos deben garantizar un flujo de fondos predecible y regular; deben ser activos que se hayan originado en procesos adecuados respecto de un análisis para su otorgamiento; deben ser activos que representen un valor considerable; deben ser un conjunto de activos con un grado de atomización y diversificación del riesgo; entre otros.

Por las condiciones que se le exigen a los activos, no solo se pueden securitizar carteras de crédito o activos financieros, también pueden ser objeto de securitización: activos reales como inmuebles, ganado, recursos forestales, contratos onerosos como alquileres, leasing, facturas de crédito y flujos de fondos futuros como ventas, peajes, entradas, entre otros.

2.3 Tratamiento Contable del Fideicomiso

La contabilidad adquiere un rol central en la estructuración y funcionamiento del instrumento, permitiendo reflejar, de manera concreta, el patrimonio separado y todas las transacciones que lo afecten. A su vez, permite asegurar la transparencia de la gestión y el cumplimiento de una de las obligaciones centrales por parte del fiduciario: la rendición de cuentas, que debe realizarse al menos una vez por año en cada FF.

De acuerdo con el informe N°28 de la Comisión de Estudios sobre Contabilidad del C.P.C.E.CABA, el fiduciario debe presentar los cuatro estados contables básicos antes de

finalizar el sexto mes siguiente a su cierre registrado en ARCA. La información refleja un periodo de evolución determinado pactado en el contrato, habitualmente similar a un ejercicio comercial de un año.

2.3.1 Contabilidad en Fideicomisos Financieros

En este marco, la contabilidad se vuelve más rígida debido a la intervención de la CNV y organismos de control. En la actualidad, Los cuatro estados contables básicos deben ser presentados anualmente por el fiduciario financiero, con informe de auditoría de Contador Público independiente y previamente aprobados por la asamblea de beneficiarios, dentro de los 70 días posteriores al cierre de ejercicio establecido y con un plazo máximo de los 10 días posteriores a la aprobación mediante asamblea, bajo los criterios de valuación y exposición exigidos a los productos de inversión colectiva (actualmente establecidos en la Norma Unificada Argentina de Contabilidad).

El rol del Contador Publico no se limita a la confección y presentación de los estados contables básicos, sino que (de acuerdo a lo dispuesto en la Sección XII, capítulo IV, título V de las normas CNV y la RG N°1027/2024) el fiduciario es capaz de delegar la función de agente de control y revisión a un Contador Público independiente matriculado, con una antigüedad de la matrícula mayor a 5 años. Los sujetos con dicho cargo deben desarrollar un informe inicial que verifique las distintas características de los bienes fideicomitidos. Dicho informe se extenderá durante la vida del contrato mediante informes mensuales a publicarse en la Autopista de Información Financiera (AIF) en la página web de la CNV, con el fin de informar a los participantes del FF sobre el control de flujos de fondos reales, los niveles de mora y cobranza, el cumplimiento de pago a los tenedores de valores fiduciarios y cualquier desvío significativo en relación a lo pactado en el prospecto de emisión.

2.4 Tratamiento impositivo del Fideicomiso Financiero

El FF tiene tratamientos variados en los diferentes gravámenes del sistema impositivo argentino, existiendo importantes beneficios que potencian su competitividad frente a otros instrumentos. Como explica Moreno Gurrea (2010): “El fideicomiso es un contrato y por tal no reviste como persona jurídica, pero sí detenta personalidad fiscal al ser calificado directamente como sujeto tributario en algunos ordenamientos impositivos [...]” (p. 2).

2.4.1 Impuesto a las Ganancias

Los FF son sujetos pasivos del impuesto a las ganancias de acuerdo a lo establecido en el apartado 6 del Inc. a) del artículo 73 de la ley N° 20.268, siendo el fiduciario el responsable de determinar e ingresar el impuesto en nombre del FF.

Los intereses de CP y/o VDF percibidos por personas humanas o sucesiones indivisas, están gravados de forma cedular, con alícuotas que van desde el 5% (en caso de que la distribución se realice en moneda nacional sin cláusula de ajuste) hasta el 15% (en caso de que la distribución se realice en moneda extranjera o en moneda nacional con cláusula de ajuste). Cabe remarcar que, de tratarse de FF destinados al financiamiento de PyMEs, los intereses que surjan de los mencionados títulos valores estarán exentos del impuesto a las ganancias, de acuerdo a lo establecido en la Resolución General N° 917/2021 de la CNV.

2.4.2 Impuesto al Valor Agregado

Cuando los FF realicen operaciones alcanzadas por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), no se aplicará ninguna exención. La ley N° 24.441 en su art 83 establece que, cuando el instrumento se constituya para titularizar activos, la emisión, suscripción, cancelación, pago de intereses, amortización y transferencia de CP y/o VDF, estarán exentos. Además, en su artículo 84 establece que cuando los bienes fideicomitidos sean créditos su transmisión al fideicomiso no se considerará una prestación o colocación financiera gravada.

2.4.3 Impuesto a los Bienes Personales

Los FF no son mencionados en la ley como sujetos pasivos del impuesto a los Bienes Personales.

En cuanto a los CP y/o VDF en manos de sujetos pasivos del impuesto, el artículo 2° de la ley N° 27.638 establece que estarán exentos cuando el instrumento hubiese sido colocado por oferta pública, y al menos el 75% del activo subyacente esté conformado por obligaciones negociables emitidas en moneda nacional, depósitos a plazo fijo/caja de ahorro y/o instrumentos emitidos en moneda nacional destinados a fomentar la inversión productiva (entre ellos los destinados al financiamiento de PyMEs).

2.4.4 Impuesto sobre los Ingresos Brutos

Teniendo en cuenta que este gravamen es de carácter provincial, cada jurisdicción tiene un tratamiento diferenciado con respecto a los FF. Como norma general, los FF son sujetos

pasivos del impuesto, en la medida en que realicen actividades gravadas, siendo el fiduciario el responsable de la inscripción y liquidación del mismo.

Como explica Moreno Gurrea (2010), cuando el FF obtiene ingresos vinculados al devengamiento de intereses de créditos fideicomitados, deberá imputar dichos ingresos a la jurisdicción donde haya sucedido el otorgamiento del crédito. Este mismo autor aclara que, en los casos en que el FF sea sujeto de Convenio Multilateral, no debe enmarcarse en el régimen especial establecido en el artículo 7 de dicha norma, ya que los ingresos provenientes de bienes fideicomitados “no retribuyen un capital propio -del cual carece el fideicomiso- dado en préstamo” (pp. 6-7).

2.4.5 Impuesto sobre los débitos y créditos bancarios

De acuerdo a lo establecido en el artículo 1° del Decreto N° 117/2019 del Poder Ejecutivo Nacional, estarán exentas del pago de este impuesto las cuentas correspondientes a FF utilizadas exclusivamente para el desarrollo de su actividad, siempre que el instrumento haga oferta pública de sus títulos valores, y los bienes fideicomitados sean activos homogéneos que consistan en títulos valores de cualquier naturaleza o derechos creditorios nacidos por operaciones financieras (incluidos préstamos y créditos) que cuenten con documentación respaldatoria. Si no se cumplen estos requisitos, las cuentas correspondientes a FF estarán alcanzadas por el impuesto.

2.4.6 Impuesto de Sellos

Tratándose el Impuesto de Sellos de otro impuesto de carácter jurisdiccional, cada Código Fiscal tiene sus propias disposiciones con respecto a los contratos de fideicomiso.

En el caso de CABA, de acuerdo al artículo 348 de su Código Fiscal, no estarán alcanzados por el impuesto los instrumentos a través de los cuales se formalice la transferencia del dominio fiduciario (transferencias realizadas por los fiduciantes a favor de los fiduciarios). Cuando los actos, contratos y/u operaciones realizadas por el fideicomiso estuvieran gravadas, deberán tributar el impuesto. En cuanto al contrato de fideicomiso en sí mismo, el impuesto sólo recae sobre la retribución percibida por el fiduciario.

2.5 Las PyMEs en Argentina

Una PyME es una empresa que desarrolla el ejercicio habitual de una actividad económica. Puede estar dedicada a la producción, extracción, cambio de bienes o a la prestación de servicios. Su categoría se establece de acuerdo con la actividad declarada, con montos de

ventas totales anuales de hasta 130.000 millones de pesos y una cantidad de empleados de hasta 535 (criterios aplicables a Mayo de 2026).

Para obtener financiamiento a través de cualquier instrumento del mercado de capitales (entre ellos el FF) bajo el régimen PyME y acceder a los beneficios que este trae aparejados, las empresas deben calificar como PyME CNV, debiendo para ello obtener el Certificado “MiPyME”, que posee vigencia anual, emitido por la Secretaría de Industria y Desarrollo Productivo.

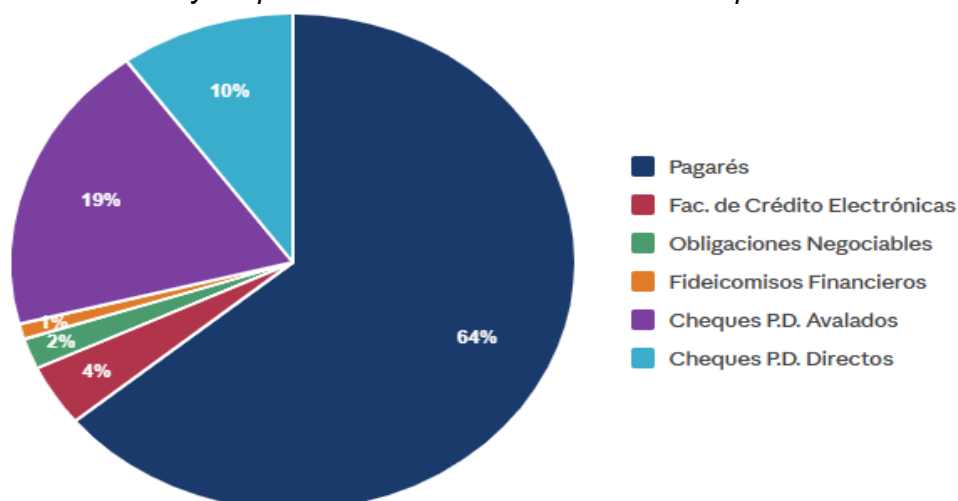
De acuerdo a uno de los informes elaborados por la Comisión de Economías Regionales, Economía Social, Micro, Pequeña y Mediana Empresa (2024) las PyMEs en Argentina representan más del 99,4% del total de las empresas y generan el 64% del empleo registrado.

2.5.1 La Utilización de Fideicomisos Financieros en PyMEs

En la actualidad, los FF presentan un grado de utilización extremadamente bajo en el segmento bursátil PyME si los comparamos con otros métodos de financiación. Como se explica en un artículo publicado por el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (2022), de acuerdo a la experiencia de la CNV en los últimos años, las empresas argentinas que necesitan financiamiento suelen recurrir al sistema bancario o utilizar capital propio, limitando su propio crecimiento. En este mismo artículo se explica que “los agentes con un mayor grado de informalidad en su actividad económica tienden a soportar costos financieros desproporcionados en el sector de crédito, enfrentándose a tasas usureras.” (p.2).

Figura 1

Financiamiento PyME por instrumento en el mercado de capitales - Abril 2026.



Nota. Elaboración propia a partir de datos de la CNV.

Es menester destacar que esta situación se presenta en un escenario en el cual la CNV, el Ministerio de Economía y otros organismos del estado han dictado numerosas medidas (incluyendo resoluciones, decretos y leyes) tendientes a fomentar la utilización del instrumento analizado (ver [Anexo 6.1](#)).

2.5.2 Ventajas del FF como instrumento de financiación

El FF permite a las PyMEs obtener fondos sin los altos requerimientos de los sistemas tradicionales con los que están acostumbradas a operar, debido a que el riesgo deja de estar vinculado a la solvencia de la empresa, trasladándose a los activos transmitidos al fideicomiso. Además, el financiamiento con este instrumento no incrementa el pasivo, dado que se trata de una fuente de financiamiento off-balance sheet (fuera del balance). Esto permite mantener indicadores de endeudamiento y solvencia más favorables, lo que puede resultar relevante para la obtención de financiamiento adicional por otras vías.

Otra ventaja del FF es que puede adaptarse a la iniciativa que se busque financiar, puesto que el contrato se estructura a medida del proyecto en cuestión. Esta flexibilidad se evidencia en la diversidad de activos subyacentes que pueden transmitirse, en la variedad de plazos que pueden tener los FF en función de la naturaleza de los proyectos que financien, en la diversidad de valores fiduciarios que pueden emitirse y en la posibilidad de lanzar series sucesivas, que permitan renovar y ampliar el financiamiento de forma continua. Por esto, el FF permite financiar tanto proyectos tradicionales, como proyectos innovadores con flujos de fondos irregulares o atípicos.

2.5.3 Barreras de acceso al FF por parte de las PyMEs

Sin perjuicio de las causas concretas que limitan el uso del FF en cada PyME, el análisis del instrumento permite identificar, desde un plano teórico, las barreras estructurales que impiden su uso por parte de este segmento empresarial.

Históricamente, el desarrollo y fomento del mercado de capitales argentino ha estado limitado a grandes empresas con asesoramiento personalizado.

De acuerdo al informe “Evolución de las Pymes en Argentina y su impacto en el empleo” elaborado por la Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (UCEMA) en septiembre de 2025, basado en datos de abril de 2025, existen 525.538 PyMEs en Argentina (son consideradas como tal, aquellas empleadoras formales que cuenten como mínimo, con un trabajador registrado y no superen los máximos de

facturación y empleados establecidos por ley).

Según informa la página web del Mercado Argentino de Valores (MAV), quien representa el ámbito de financiamiento para el régimen PyME bursátil, son 100.000 las PyMEs que se financian en el mercado antes nombrado (para formar parte de la estadística, las empresas deben haber liquidado y cobrado de forma efectiva al menos un instrumento financiero dentro de la plataforma bursátil). A partir de estas cifras, se puede estimar que tan solo el 19% del segmento empresarial investigado accede a financiarse mediante los instrumentos disponibles en el mercado de capitales.

En el caso particular del FF, su complejidad puede convertirlo en una fuente de financiamiento poco atractiva respecto de otras más sencillas y confiables, puesto que habitualmente las PyMEs no poseen los recursos necesarios para estructurar este tipo de instrumentos. La constitución de un FF requiere determinados niveles de formalización administrativa, contable y legal, además de la participación de distintos agentes especializados, tales como fiduciarios, asesores legales y contables, agentes colocadores y estructuradores, y calificadoras de riesgo.

A ello se suma la incidencia de los costos de estructuración y administración del instrumento, especialmente en emisiones de menor volumen, donde los costos fijos adquieren una mayor relevancia relativa dentro de la estructura financiera del fideicomiso.

2.5.4 Costos de un FF en PyMEs

La constitución y operación de un FF implica una estructura de costos que puede clasificarse según su momento de pago en: costos de estructuración (iniciales) y costos de administración (recurrentes), o según su naturaleza en: costos fijos y variables respecto del monto de emisión. El nivel de dichos costos depende de diversos factores, como la complejidad de la estructura, la existencia o no de un programa de emisión previamente aprobado y la existencia de autorización por parte de la CNV para la oferta pública de los valores fiduciarios.

Cabe mencionar que aun cuando dos contratos poseen características similares, sus costos totales pueden diferir ampliamente, debido a que son contratos elaborados “a medida” de cada negocio. La estructura de costos utilizada como referencia es en base a los “Fideicomisos Financieros Secubono N°243 y N°245”; donde el fiduciante califica como PyME CNV y el contrato posee oferta pública de sus valores en ByMA.

En cuanto a los costos fijos principales, se destacan: Honorarios de los asesores legales, contables y financieros; el costo de la calificación inicial de riesgo y el mantenimiento de

la misma sobre los bienes fideicomitidos; gastos administrativos; derecho de estudio de listado del mercado secundario; remuneración del fiduciario; remuneración de los agentes organizadores; pagos al agente de control y revisión y el costo de las publicaciones obligatorias. En montos de emisión promedio cercanos a \$5.000 millones, los costos fijos representan aproximadamente el 40% del costo estructural total, sin incorporar la tasa de interés percibida por los inversores.

Entre los costos variables principales, se destacan: Tasa de autorización de CNV que, bajo el régimen PyME, es de 0,015% (en emisiones tradicionales es del 0,05%); comisión de los agentes colocadores que ronda el 0,6%; aranceles de caja de valores para la admisión de los certificados globales de 0,0012%, la custodia de los valores del 0,005% anual y pago de renta de los valores del 0,10% sobre el monto distribuido; derecho de listado exigido por los mercados de 0,0125% en forma anual; los impuestos que recaigan sobre el instrumento y aquellos gastos derivados de la cobranza de los bienes fideicomitidos-titulizados.

Tomando como referencia los FF y los datos expresados en el párrafo anterior, el costo estructural total del instrumento (excluyendo la tasa de interés percibida por los inversores e incorporando todos los gastos fijos y variables) representa aproximadamente una tasa adicional de entre 3,2% (para emisión de \$5.850 millones) y 4,1% (para emisión de \$4.450 millones), que refleja la relación inversa entre el monto emitido y el costo estructural proporcional. Dicho costo debe ser incorporado por el/los fiduciante/s como un componente adicional al rendimiento otorgado a los tenedores de valores fiduciarios.

En lo que respecta a la tasa de interés que cada valor representativo de deuda otorga, no es posible estimar un promedio representativo, ya que depende de factores propios de cada FF o emisión, dependiendo de la calidad de los activos subyacentes; el contexto macroeconómico y el nivel de tasas de interés general; el plazo y la estructura de pago de los valores fiduciarios; la calificación de riesgo obtenida y la subordinación de cada clase, entre otros.

En la práctica actual, las tasas de interés suelen establecerse de forma flotante, indexadas a una tasa de referencia (TAMAR/BADLAR) a la que se adiciona un spread fijo expresado en puntos básicos, el cual es determinado al momento de la emisión.

2.5.5 Alternativas de financiación PyME

Existen diversos instrumentos que pueden satisfacer las necesidades de financiamiento de las PyMEs, adaptándose a distintos objetivos y contextos empresariales. Entre aquellos que presentan mayor similitud con el FF se destacan: Descuento de Cheques de Pago Diferido

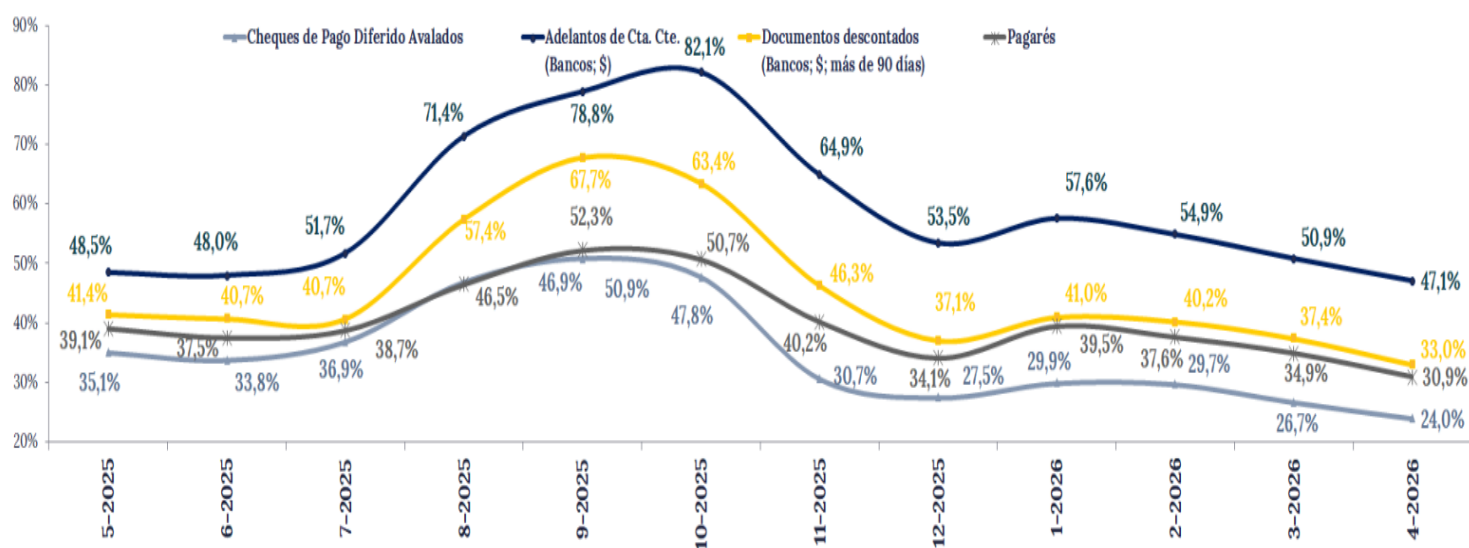
bursátil en todas sus formas (patrocinados, garantizados o directos) con plazo máximo de 360 días, que habitualmente financian el capital de trabajo; Facturas de Crédito Electrónicas, las cuales son respaldadas por grandes empresas y, si bien no tienen plazo máximo, la operatoria habitual es de 30 a 180 días para conservar la liquidez; y pagarés bursátiles (garantizados o directos) que constituyen una promesa de pago desde 180 días a 3 años, otorgando un financiamiento a mediano plazo.

A pesar que estos instrumentos pueden ser operados mediante el sistema bancario, su negociación en el mercado bursátil ofrece tasas de interés/descuento considerablemente más reducidas y ventajas impositivas significativas, ya que los movimientos de fondos a través de cuentas comitentes en Agentes de Liquidación y Compensación (ALyCs) que surjan por la liquidación de los instrumentos antes nombrados, se encuentran exentos de IVA sobre el interés/descuento. Además, según el Art.10 Inc. a del decreto N° 308/01, también se encuentran exentos del Impuesto a los débitos y créditos por cuenta de liquidación, es decir, en cuanto los fondos se transfieren a una cuenta corriente bancaria, se pierde el beneficio y el banco aplicará la alícuota correspondiente.

Cabe recalcar que el acceso a los instrumentos PyME a través del mercado de capitales (incluido el FF) por parte de los inversores, se encuentra reservado exclusivamente para los denominados “inversores calificados”, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 12, Sección I, Capítulo VI, Título II de las Normas de la CNV.

Figura 2

Costo del financiamiento PyME: Tasas de descuento



Nota. Evolución de las TNAA en pesos para el financiamiento por parte de las PyMEs tanto en el mercado de capitales como bancario en el periodo: Mayo 2025 - Abril 2026. Tomado del *informe mensual de financiamiento en el mercado de capitales (abril 2026)* por CNV:

https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_financiamiento_abril_2026.pdf

Del análisis realizado en el marco teórico, surge una aparente contradicción: mientras el FF presenta ventajas normativas, financieras, contables e impositivas relevantes para las PyMEs, su utilización práctica continúa siendo extremadamente reducida. A partir de ello, la investigación se orientará a determinar si dicha situación responde principalmente a barreras económicas, regulatorias, culturales o de conocimiento.

3. Metodología

En el presente trabajo se utilizará un enfoque metodológico mixto, es decir, se combinará un análisis cuantitativo y uno cualitativo, con el objetivo de cumplimentar los diferentes objetivos que persigue la investigación.

Concretamente, se examinará la estructura de costos correspondiente a la emisión real de un FF, incluyendo honorarios, calificación crediticia, cargas impositivas y demás costos vinculados a la estructuración de este, comparando su costo total con el de otros instrumentos. De forma complementaria, se estudiará el conocimiento y valoración de las PyMEs respecto del instrumento (y del financiamiento a través del mercado de capitales en general), así como las principales barreras de acceso que estas identifican.

En el plano cuantitativo, la principal variable a considerar es el costo estructural en relación con el monto de la emisión, que permitirá identificar si el monto analizado justifica la emisión de un FF, debido a la menor incidencia de los costos estructurales en emisiones cuantiosas. Además, se analizarán las diferencias de tasas entre este instrumento y otras alternativas de financiación. Por otro lado, en el plano cualitativo, se analizará el nivel de conocimiento del instrumento, la percepción de su complejidad y costo, y los obstáculos concretos que los propios actores identifican para su utilización.

Como fuente de información, se recurrirá a la normativa vigente en cuanto a costos de emisión y estructuración de FF, a prospectos de emisión registrados en la Autopista de Información Financiera de la CNV, a estadísticas de tasas activas del BCRA y a información del mercado publicada por la CNV en sus informes mensuales de Financiamiento en el Mercado de Capitales. Para el componente cualitativo, se recurrirá a profesionales con gran trayectoria en el estudio y gestión del financiamiento de PyMEs y a profesionales con una vasta experiencia en el mercado de capitales.

El análisis cuantitativo se realizará mediante una simulación numérica, que permitirá captar la incidencia de los costos en el CFTNA del instrumento, en comparación a otras alternativas. El análisis cualitativo procederá por análisis de las respuestas e identificación de patrones. Ambos resultados serán estudiados en conjunto para obtener una respuesta integral a los problemas y objetivos planteados al inicio del presente trabajo.

La validez de los hallazgos se fortalecerá mediante triangulación de fuentes documentales, normativas y testimoniales, contrastando la evidencia obtenida por cada una de ellas.

4. Trabajo de campo

Establecido el marco normativo y conceptual del FF, es fundamental examinar y entender las implicancias de este instrumento en la práctica, así como analizar testimonios de informantes calificados.

4.1 Uso actual del fideicomiso financiero PyME

Es oportuno destacar la situación actual que atraviesa el mercado respecto al tema central de investigación. Al momento de la consulta realizada en abril de 2026, el sitio web de AIF de la CNV, arrojó la existencia de tan solo 7 FF con oferta pública que se encuentran activos, en los que el fiduciante califica como PyME CNV, denominados: “Fideicomiso Financiero Secubono 244”, “Fideicomiso Financiero Secubono 245”, “Fideicomiso Financiero Secubono 246”, “Fideicomiso Financiero HAB V”, “Fideicomiso Financiero Metalcred XVII”, “Fideicomiso Financiero Grancoop Créditos IV” y “Fideicomiso Financiero RDA Serie III”. Estos FF poseen ciertas características similares, ya que los bienes fideicomitados son carteras de créditos comerciales de un volumen de capital considerable. El FF “RDA Serie III” incorpora la transmisión de derechos prendarios y el flujo futuro de fondos generados por contratos de leasing, previamente celebrados por e Esta realidad resulta paradójica frente al esfuerzo regulatorio por parte del estado y sus organismos para facilitar el acceso al instrumento por parte de las PyMEs, materializado en el conjunto de medidas de flexibilización normativa y de fomento detalladas en el Anexo 6.1.

Durante la elaboración del presente trabajo, uno de los fiduciantes registrados bajo el régimen PyME, que a su vez tenía reservada la función de administrador y agente de cobro de los créditos, fue objeto de una denuncia penal por presunta retención de fondos provenientes de la cobranza de créditos fideicomitados, que no fueron transmitidos al fideicomiso de acuerdo a lo establecido en el contrato y el suplemento de emisión. Como consecuencias de las irregularidades detectadas por la Fiduciaria, A3 Mercados y MAV dispusieron la suspensión del listado y negociación de los valores negociables emitidos por los fideicomisos vinculados al fiduciante, con el fin de proteger a nuevos inversores ante la falla en la cadena de pagos.

4.2 Entrevistas con profesionales del área

Para el presente análisis se han realizado dos entrevistas a profesionales con gran trayectoria en el ámbito financiero argentino. La primera de ellas fue realizada al Mg.

Miguel Angel Siebens (Ver [Anexo 6.2.1](#)), quien ha asesorado PyMEs durante más de 30 años con paso en entidades bancarias y financieras orientadas al segmento. La segunda tuvo como entrevistado al Mg. Federico Cavarozzi (Ver [Anexo 6.2.2](#)), especialista en el mercado de capitales, quien actualmente presta servicios en una reconocida ALyC y cuenta con mucha experiencia asesorando a empresas de todo tipo y brindando conferencias relacionadas a instrumentos bursátiles.

De ambas conversaciones se desprende que el segmento PyME presenta problemas estructurales vinculados con el acceso al crédito formal. Los profesionales declararon que los plazos de financiamiento disponibles resultan excesivamente cortos en relación a las necesidades de las empresas, lo que dificulta la realización de proyectos orientados al mediano y largo plazo. Por otro lado, las tasas, si bien han descendido respecto de períodos anteriores, siguen encontrándose en un nivel elevado si se analizan en términos internacionales. Además, la habitual irregularidad en la contabilidad de las PyMEs actúa como una barrera que dificulta el acceso al financiamiento con independencia del instrumento al que se busque acceder.

En este contexto, los instrumentos predominantes siguen siendo, con amplia diferencia, el préstamo bancario, el pagaré bursátil y el cheque de pago diferido. El FF no fue identificado por ninguno de los profesionales como una fuente de financiamiento utilizada por las PyMEs en la actualidad.

Esta ausencia encuentra su causa, en primer lugar, en el desconocimiento. La barrera no solo es informativa, sino también cultural, ya que existe una desconfianza arraigada que dificulta incluso la consideración de alternativas por fuera de las tradicionales. Uno de los profesionales declaró que, entre los dueños de PyMEs, el nivel de conocimiento del mercado de capitales como fuente de financiamiento es cercano a cero.

A esa barrera cultural se agrega otra de naturaleza estructural: los elevados costos de estructuración, originados por la multiplicidad de participantes que intervienen en el armado de un FF (fiduciario, calificadora, escribano, agente colocador, etc), exigen un elevado volumen de emisión para que el instrumento sea conveniente. Dicho umbral fue estimado en alrededor de 3 millones de dólares por uno de los profesionales, lo que deja fuera a la mayoría de las pequeñas empresas consideradas individualmente.

Sin embargo, de las entrevistas surge también evidencia concreta de viabilidad. El Mg. Siebens describió su participación en la estructuración de fideicomisos con muchos fiduciantes, y destacó esta modalidad como una posible solución al problema que presentan los costos fijos del instrumento. También destacó algunas ventajas del

instrumento, como la flexibilidad en el repago, tasas potencialmente más competitivas que las bancarias y la posibilidad de construir historia en el mercado de capitales como punto de partida para obtener mejores condiciones en emisiones futuras.

4.3 Perspectiva institucional

La tercera entrevista fue realizada de manera presencial al Ing. Alejandro Berney (Ver [Anexo 6.2.3](#)), quien es el actual CEO de Caja de Valores S.A, una de las entidades con mayor importancia dentro de la infraestructura del mercado de capitales argentino. También se desempeña como presidente de la Americas' Central Securities Depositories Association, una organización sin fines de lucro internacional compuesta por depositarios centrales de valores. Entre 2018 y 2022, fue el CEO de Bolsas y Mercados Argentinos S.A (BYMA). Además, la trayectoria profesional del entrevistado incluye más de 20 años de experiencia trabajando con valores negociables y administrando fondos de inversores institucionales, con experiencia en América Latina y Estados Unidos, incluyendo una extensa gestión en Citibank.

La condición institucional de Berney (al estar al frente de la institución que custodia, registra, liquida y compensa la totalidad de los valores públicos y privados negociados en el mercado argentino) otorga especial relevancia a sus apreciaciones, debido a su gran conocimiento sobre el funcionamiento estructural del mercado de capitales y sus posibilidades de expansión hacia el segmento PyME.

Al opinar sobre el estado actual del financiamiento PyME, el entrevistado combinó una lectura optimista sobre la evolución reciente, con una advertencia sobre la escala del problema. Señaló que la financiación de este segmento a través del mercado de capitales creció entre un 30 y un 40% en el último año. No obstante, señaló que más allá del mencionado avance, de las aproximadamente 800.000 PyMEs existentes en Argentina, solo un número reducido (que ronda, de acuerdo a sus declaraciones, entre 30.000 y 40.000) acceden al mercado de capitales de forma efectiva. Según su perspectiva, esa brecha no responde estrictamente a impedimentos y barreras estructurales, sino a un problema de educación financiera que limita el conocimiento del gran universo de alternativas disponibles.

En cuanto a los instrumentos más utilizados, Berney identificó al pagaré bursátil como el de mayor volumen, aunque advirtió que su reputación se ha visto afectada por el incumplimiento de pagos por parte de algunas empresas del sector agropecuario. Este deterioro de imagen habría favorecido un retorno al cheque de pago diferido, que fue el

primer instrumento PyME en negociarse en los mercados de capitales, por lo que suele percibirse como el más confiable. Esta observación resulta relevante para la presente investigación ya que refleja la sensibilidad de las PyMEs y de los inversores ante señales de riesgo de los instrumentos (por ejemplo, ante un reiterado uso fraudulento de los mismos), y la manera en que los instrumentos de menor complejidad recuperan terreno en este tipo de situaciones.

Sobre el FF como instrumento de financiación, el director ejecutivo de Caja de Valores S.A reconoció los avances de la CNV en materia de simplificación regulatoria, sobre todo en relación a las flexibilizaciones vinculadas a los FF emitidos por PyMEs. Sin embargo, también destacó que el instrumento no resulta conveniente en todas las situaciones, sino que es fundamental realizar un análisis caso por caso. En ese sentido, señaló que el instrumento suele volverse atractivo cuando la empresa presenta estados contables deteriorados, justamente porque el mecanismo de aislamiento de los bienes fideicomitidos permite segregar la calificación crediticia de los mismos de la situación financiera general del fiduciante.

Al mismo tiempo, reconoció que el armado de un FF conlleva costos estructurales considerablemente más elevados que en otros instrumentos, lo que refuerza la necesidad de analizar la situación concreta de cada empresa antes de optar por la utilización del mismo.

4.4 Perspectiva de la oferta: Fiduciaria Del Norte S.A

Con el objetivo de incorporar la opinión de actores que intervengan directamente en la estructuración del instrumento, se solicitó la colaboración de Fiduciaria Del Norte S.A, obteniendo una respuesta escrita. Dicho ente está registrado como agente Fiduciario Financiero N°20 ante CNV, desarrollando la actividad de administrador fiduciario y estructurador/organizador en más de 65 fideicomisos de gran variedad.

La fiduciaria afirmó que no reciben consultas de PyMEs sobre FF como instrumento de financiación. A su parecer, la principal causa de ello, y que a su vez representa una barrera, es el desconocimiento del instrumento y del mercado de capitales en general por parte de este segmento empresarial y los profesionales que los asesoran. En relación a la formación de los profesionales, la fiduciaria resaltó que en determinadas facultades de ciencias económicas, el estudio del mercado de capitales sólo existe a través de materias optativas, lo que fundamenta la falta de conocimiento desde el ámbito académico por parte de los asesores.

Respecto a las ventajas que el instrumento posee como método de financiación, destacó los siguientes: Beneficios impositivos asociados a la oferta pública; la financiación fuera del balance, lo que no incrementa el pasivo de la empresa y por ende, no modifica en gran magnitud los ratios deuda/patrimonio; y la posibilidad de obtener financiamiento para aquellas empresas que, por su situación patrimonial y de garantías, no lograrían calificar para la obtención de créditos bancarios.

4.5 Perspectiva desde la práctica

Para poder realizar un análisis integral del FF, resulta vital poder contar con un testimonio práctico, de un actor que haya tomado parte en la estructuración y colocación del instrumento estudiado. Con ese fin, se entrevistó de manera virtual a Mariano Pace (Ver Anexo 6.2.5), Contador Público y especialista en finanzas orientado al sector agropecuario, que actualmente se desempeña como Director Financiero de la empresa Héctor A. Bertone S.A (HAB), que califica como PyME CNV. Pace fue el principal responsable de la estructuración del FF “HAB Serie V” que será estudiado al momento de analizar cuantitativamente el instrumento. HAB es una empresa de capitales nacionales, fundada en 1973 con base en Villa Maria, Córdoba. Su actividad es desarrollada en el sector agropecuario, específicamente en la comercialización de insumos para productores (fertilizantes, semillas y agroquímicos) y servicios del agro, como acopio de cereales, oleaginosas, agricultura de precisión y asesoramiento profesionalizado a los productores.

El entrevistado describió precisamente el problema que motivó la búsqueda de financiamiento, explicando que existía un importante descalce temporal entre la cadena de pagos y la cadena de cobros, propio de la dinámica del negocio agropecuario. La empresa debía adquirir semillas en precampaña, comenzando aproximadamente en marzo, con un plazo de pago de doce meses (es decir, debían pagar en marzo del año siguiente). El problema de esto, es que los clientes de la empresa cosechaban y podrían cancelar sus deudas en julio o agosto del año siguiente.

Esta asimetría de plazos, difícil de resolver utilizando instrumentos de financiación tradicionales, fue la que hizo del FF la herramienta apropiada, permitiendo a la empresa ceder las facturas emitidas a 18 meses, securitizando los créditos a mediados del año de la venta y obteniendo la liquidez necesaria para afrontar los compromisos con proveedores.

Esta situación ilustra con claridad una de las ideas fuertes que atraviesa el conjunto de entrevistas, y es que el FF no compite directamente con otros instrumentos, sino que ocupa un espacio distinto, volviéndose efectivo precisamente donde los demás resultan ineficaces

o insuficientes. Tanto el Mg. Siebens como el Mg. Cavarozzi habían mencionado que los plazos disponibles en el mercado resultaban excesivamente cortos para las necesidades de algunas PyMEs. El caso de HAB muestra de manera concreta ese diagnóstico y posiciona al FF como una posible respuesta a dicho problema.

Pace destacó además una consecuencia competitiva de la securitización que va más allá de la dimensión puramente financiera. Al poder ofrecer a sus clientes un plazo de crédito de 18 meses, la empresa pudo destacarse como un actor disruptivo dentro del mercado, diferenciándose de otros distribuidores de la zona. Esta ventaja comercial, que no había sido mencionada en las entrevistas anteriores, enriquece el análisis del instrumento más allá de su función financiera.

Otro aspecto señalado por el entrevistado refiere a los casos en que la entidad no logra la suscripción total de los valores fiduciarios en el mercado. Tal como sucedió en el FF emitido por HAB, ante la falta de colocación, la firma emisora asume automáticamente la titularidad de los valores negociables remanentes. Si bien este escenario podría interpretarse de forma desfavorable, Pace sostuvo que la emisión resultó provechosa para la organización, dado que el costo de aguardar 18 meses para la cobranza de los créditos superaba el impacto de una sub colocación del instrumento. Asimismo, puntualizó que aquellos valores fiduciarios con estándares superiores de calidad crediticia, dada su naturaleza de títulos valores, constituyen garantías idóneas para el acceso a financiamiento ante otras instituciones financieras, tanto para los inversores externos como para la propia empresa.

En línea con lo señalado por Berney con respecto a los avances regulatorios de la CNV, el entrevistado opinó que la regulación más importante, desde su punto de vista, fue la introducida por la RG N° 660 de la CNV (ver [Anexo 6.1](#)), que representó una mejora concreta y muy perceptible desde la práctica. La posibilidad de operar bajo un programa global preaprobado, diseñado por un fiduciario (como fue el caso de HAB con Rosario Fiduciaria S.A), reduce significativamente los tiempos de estructuración. No obstante, el entrevistado mencionó que las emisiones requieren un importante nivel de orden administrativo y documental que no está al alcance de la mayoría de las PyMEs, lo que confirma que la complejidad del instrumento, identificada como barrera de entrada por Fiduciaria del Norte y los demás profesionales consultados, sigue siendo un asunto relevante a tener en cuenta.

En ese mismo sentido, Pace confirmó que existe una subutilización del instrumento, incluso dentro del universo de PyMEs elegibles para acceder al mismo. Este hecho lo

atribuyó principalmente a dos factores: la complejidad operativa y el requisito de atomización de la cartera cedida. Respecto de este último punto, señaló que para que el instrumento sea viable, la cartera de créditos debe presentar una concentración reducida, por lo que una empresa con pocos clientes de alto valor individual no puede satisfacer esa condición con independencia de la solidez financiera de los mismos. Esta reflexión permite comenzar a delimitar nítidamente el perfil de empresa para el que el instrumento puede representar una opción atractiva.

Finalmente, al ser consultado sobre posibles flexibilizaciones que, en su experiencia, podrían resultar beneficiosas para el instrumento, el entrevistado opinó que el universo de inversores habilitados para invertir en instrumentos PyME podría ser ampliado. La restricción vigente, que limita la compra de los mencionados instrumentos a inversores calificados, reduce artificialmente la demanda y concentra la colocación en un segmento de compradores que los adquieren en parte por obligación regulatoria. Una reforma que permita a inversores minoristas acceder a dichos instrumentos podría otorgarles mayor liquidez, lo que beneficiaría a todos los involucrados en estas operaciones.

4.6 Integración de las perspectivas

De todas las entrevistas surge un diagnóstico común, todos los profesionales consultados coinciden en que el FF no es (y es poco probable que sea) un instrumento de financiación utilizado de forma habitual por las PyMEs en Argentina. Las causas de ello son variadas, pero pueden enumerarse las siguientes: requerimientos de escala, desconocimiento del instrumento y el mercado de capitales en general, elevados costos de estructuración y una complejidad que excede la capacidad administrativa de gran parte de las empresas del segmento.

Al mismo tiempo, los testimonios permiten inferir algunos aspectos positivos del instrumento: Siebens destacó la flexibilidad en el repago, y mencionó los FF con múltiples fiduciarios como una posible respuesta a los problemas de escala; Berney indicó que el instrumento resulta conveniente cuando las empresas presentan estados contables deteriorados; Fiduciaria del Norte mencionó la financiación fuera del balance como una ventaja concreta para la estructura patrimonial del fiduciante; y el caso de HAB ilustra una situación en la que el instrumento no compite con las demás alternativas, sino que ocupa un espacio que estas no pueden cubrir.

4.7 Análisis cuantitativo

Finalizado el análisis cualitativo, se procederá a abordar la dimensión cuantitativa del FF como instrumento de financiación. En primer lugar, se calculará el Costo Financiero Total Nominal Anual (CFTNA) del FF y se lo comparará con otros métodos de financiación alternativos convencionales (tanto bancarios como bursátiles), excluyendo otras alternativas de financiación que por su naturaleza o complejidad, son menos comparables con el FF, tales como: emisión de acciones, obligaciones negociables o descuentos de facturas de crédito.

En segundo lugar, se estudiará el efecto de los distintos instrumentos en los estados contables de una empresa, para lo cual se calcularán determinados indicadores que suelen ser muy observados a la hora de realizar diagnósticos económicos y financieros, lo que permitirá reflejar en números concretos las ventajas y desventajas de cada alternativa analizada.

A los fines de llevar a cabo el análisis, se tomará como caso de referencia el FF “HAB V”, emitido por HAB. Este caso posee una gran relevancia para el presente trabajo, puesto que se trata de una PyME CNV que ha logrado utilizar el instrumento de forma exitosa, y el testimonio de uno de los principales responsables de la operación puede encontrarse en el apartado 4.5.

4.7.1 Supuestos generales del análisis cuantitativo

Cabe aclarar que el único caso en el que las tasas y montos son reales (surgiendo los mismos del prospecto de emisión y del acta de colocación correspondiente) es el FF, mientras que las restantes alternativas corresponden a simulaciones construidas por elaboración propia, utilizando supuestos controlados basados en información pública, sobre la base de los estados contables e información complementaria más reciente de la empresa HAB, publicada en la AIF de CNV por el ejercicio finalizado el 31/08/2025. Sumado a ello, se utilizó como calificación crediticia de Hector A. Bertone la calificación emitida por Moody's Local Argentina S.A el 31/07/2025, la cual otorga una calificación en moneda local a corto plazo de ML A-2.ar equiparable con una calificación de largo plazo A- / BBB+ , según lo dispuesto en las “escalas de calificación de Argentina” de la calificadora de riesgo antes nombrada.

Para garantizar la comparabilidad entre los instrumentos, se consideró un plazo de financiación uniforme de 314 días para todas las variantes. Este plazo es el indicado en el prospecto de emisión del FF, cuyos VDF han comenzado a devengar intereses el

31/10/2025. Los fondos obtenidos en todas las alternativas serán iguales, difiriendo el monto a devolver o descontar, según el caso. Los fondos recibidos se mantendrán en el rubro “Caja y Bancos” a los efectos de observar la variación patrimonial generada por cada instrumento. Al ingresar el dinero a la cuenta corriente de Hector A. Bertone, se ha contemplado el Impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios, descontando un 0,6% del monto depositado. El importe destinado al pago de dicho impuesto fue reconocido como un resultado negativo expuesto en el rubro “Otros ingresos/egresos”.

Todos los escenarios de financiación fueron calculados a partir del 31/10/2025, incidiendo sobre los estados contables del 31/08/2025. A los fines académicos y con el propósito de aislar el impacto atribuible a cada instrumento de financiación, se asume que durante el periodo comprendido entre el 31/08/2025 y el 31/10/2025 no han ocurrido variaciones en la estructura patrimonial, económica y financiera de la empresa. Del mismo modo, los efectos inflacionarios correspondientes a dicho lapso se consideran no significativos.

Para el cálculo del Impuesto a las Ganancias, se mantiene la proporción inicial que se obtiene del Estado de Resultados (IG / Resultado Antes de Impuestos). En todas las alternativas, se computa como pago a cuenta de dicho impuesto el 33% del monto descontado por el impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios, siguiendo el criterio que aplica para el régimen general, ya que la empresa analizada califica como PyME agropecuaria Mediana - Tramo 2.

Para el cálculo del Plazo de Realización del Activo Corriente (PRAC), se estima que un 92% de las inversiones temporarias son tipo A (liquidables en $T+1$), y un 8% tipo B (sin cotización) realizables en 30 días.

El CFTNA incorpora los impuestos y gastos adicionales considerados en cada supuesto y no contempla el efecto del interés compuesto, con el fin de una mejor comparabilidad de instrumentos, puesto que la CFTEA, al incorporar el efecto de la capitalización compuesta, genera una mayor diferencia frente a la TNA a medida que esta crece. En ninguno de los casos se consideró una comisión adicional por precancelación.

En todos los instrumentos, el IVA soportado por la empresa (incluido intereses, gastos y/o comisiones) se ha incluido en el rubro otros créditos del Activo Corriente para representar el Crédito Fiscal de las operaciones. Asimismo, para observar el efecto de las erogaciones netas de IVA, se presenta un CFTNA sin contemplar el efecto de dicho impuesto ya que, en definitiva, resulta recuperable para el fiduciante en su carácter de Responsable Inscripto, neutralizando su incidencia sobre el costo financiero del instrumento.

4.7.1.1 Fideicomiso Financiero

Cuadro 1*Características del FF “HAB V”*

Fideicomiso Financiero HAB V	
Fiduciante	Hector A. Bertone S.A (PyME CNV)
Fiduciario	Rosario Administradora Soc. Fiduciaria S.A
Objeto del FF	Titulización de créditos
Fecha de liquidación	24/10/2025
Fecha de pago	16/9/2026
Valores fiduciarios	VDF A: Calificación AAA.ar (Moody's) VDF B: Calificación BBB+.ar (Moody's) VDF C: Calificación CC.ar (Moody's)
Monto de emisión (VN)	USD 6.467.056
Monto colocado	USD 2.317.100

Nota. Elaboración propia a partir del prospecto de emisión y el acta de colocación del FF HAB V.

Primero, se analizará el FF emitido por la empresa, cuyos VDF se encuentran nominados en dólares y son pagaderos en pesos al tipo de cambio de Pago de Servicios indicado en el prospecto vigente al momento de cada pago. En consecuencia, el instrumento es “dollar-linked”, por lo que la TIR resultante de la colocación corresponde a la de un instrumento dolarizado y no es directamente comparable con las alternativas denominadas en pesos.

HAB ha transmitido al FF créditos pagaderos en pesos y créditos pagaderos en granos, ambos nominados en dólares. En ese sentido, el prospecto de emisión establece que el Tipo de Cambio aplicable para el cobro de cada uno de ellos es: Tipo de Cambio Vendedor Cotización Divisas vigente al momento de cada cobro en el caso de créditos pagaderos en pesos y Tipo de Cambio Vendedor Cotización Billetes vigente al momento de cada cobro en el caso de créditos pagaderos en granos. Por ello, el Tipo de Cambio de pago de servicios (que se utilizará para calcular el monto que recibirá cada inversor) surge del promedio ponderado de los Tipos de Cambio aplicables a cada cobro.

Para asegurar una comparación válida de los diferentes instrumentos, se procederá a convertir las tasas a pesos mediante la conversión del monto a cobrar por los inversores a moneda local futura, partiendo del Tipo de Cambio de pago de servicios al 31/10 (fecha de inicio del devengamiento) incrementado por una variación esperada del Tipo de Cambio de 17,53% de acuerdo al Relevamiento de Expectativas de Mercado efectuado por el BCRA en octubre 2025.

Los gastos totales asociados al FF se estiman en un 5% del valor fideicomitado, de acuerdo a las declaraciones del director financiero de HAB que se complementan con un análisis del prospecto de emisión. El monto total resultante es de USD 120.164, que se convertirá a pesos al Tipo de Cambio de pago de servicios promedio del periodo, para reflejar las erogaciones realizadas a lo largo de todo el plazo de devengamiento. Del total de gastos, USD 25.545 son soportados por el propio FF (de acuerdo al prospecto de emisión) y USD 94.619 son soportados por el fiduciante, de los cuales se presume que USD 16.421 representan IVA Crédito Fiscal para la empresa.

Del monto total emitido en el mercado, solo se colocaron efectivamente USD 2.317.100, esto representa un 35,83% de los VDF emitidos inicialmente. Si bien en la realidad los VDF no colocados en el mercado son adjudicados al fiduciante, en el análisis se presumirá que los créditos correspondientes a los mismos no han sido transmitidos al FF, por lo que se mantendrán en el rubro “Créditos por Ventas”.

4.7.1.2 Descuento de Cheque de Pago Diferido Avalado

A los fines de instrumentar la operatoria, se asume que Hector A. Bertone exige a 30 deudores por ventas reclasificar las facturas nominadas en dólares a Echeqs nominados en pesos al tipo de cambio de integración utilizado en el FF para descontarlos en MAV. El monto total del crédito a descontar se distribuye en cheques de valores nominales iguales entre sí.

A los fines de simplificar el análisis y evitar sesgos derivados de la concentración de riesgo, se asume una distribución uniforme de los créditos, con los mismos requerimientos de calidad crediticia establecidos en el FF: Que los deudores se encuentren en situación 1 en la central del BCRA; que los deudores no cuenten con cheques rechazados por falta de fondos en los últimos dos años que no hayan sido rescatados (la existencia de más de cinco cheques rechazados durante ese período, aunque hubiesen sido rescatados, inhabilita la elegibilidad del crédito); que los deudores no se encuentren en concurso, acuerdo

preventivo judicial ni con pedidos de quiebra; que los deudores hayan desarrollado sus actividades por un plazo no menor a un año.

Se presume que para conseguir un resultado atractivo de colocación, la empresa decide buscar un aval por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), por un monto equivalente al descontado en el mercado. La TNA utilizada como referencia surge del promedio ponderado de las tasas informadas por MAV en octubre de 2025 para CPD avalados con plazos mayores a 180 días. A esta tasa de referencia, se le adicionan los siguientes gastos estimados: Comisión de SGR por un 3% TNA sobre el monto avalado mas IVA (21%); comisión de ALyC, que incorpora las comisiones de Caja de Valores S.A para la custodia del CPD, por un 0,4% del valor nominal de los CPD mas IVA (21%); derecho de negociación y listado en MAV por 0,06% más IVA (21%) del valor de cheques ya descontados.

No se considera como un gasto adicional la suscripción mínima de cuotapartes en una SGR (siendo este un requisito obligatorio para recibir el aval) debido a la inexistencia de información pública por parte de las SGR que establezca cuántas cuotapartes debe suscribir la PyME. No obstante, lo habitual es una cuotaparte del capital social, lo que no resulta significativo para el cálculo.

En cuanto al aval otorgado por la SGR, se presume que le fue exigido al socio participe una contragarantía mínima, puesto que así lo establece el Art. 71 de la Ley N° 24.467, equivalente al 50% del monto avalado, que puede ser de carácter personal o real. Dicho porcentaje corresponde a los parámetros habitualmente mencionados por la doctrina especializada y entidades vinculadas a las SGR, variando entre un 50% y un 100% del monto avalado. Con la finalidad de no incurrir en costos mayores, la PyME afecta derechos de créditos pertenecientes a la cartera de la empresa como contragarantía.

4.7.1.3 Descuento de Cheques de Pago Diferido en el sistema bancario

Para esta alternativa, se evalúa el descuento de 30 CPD provenientes de créditos por ventas (similar al descuento en el sistema bursátil). En este supuesto, no se considera la participación de una SGR, por lo que los cheques no cuentan con ningún tipo de aval o garantía adicional, siendo el único respaldo la calidad crediticia de los libradores, la cual sigue los mismos criterios de elegibilidad utilizados para el FF, garantizando una homogeneidad en la tasa de descuento aplicables sobre los cheques.

La TNA de referencia surge del promedio ponderado por monto informada por el BCRA para el mes de octubre de 2025 para PyMEs no financieras, por préstamos a tasa de interés

fija o repactable en moneda nacional para descuentos de documentos de sola firma por plazos mayores a 90 días.

Los gastos adicionales considerados son: IVA sobre los intereses por la alícuota general del 21% al tratarse de un descuento de documentos y una comisión de otorgamiento del 0,6% del capital a descontar más IVA (21%).

4.7.1.4 Préstamo bancario

Para esta alternativa, se recrea la obtención de un préstamo bancario por un monto equivalente al percibido en la colocación del FF.

La TNA utilizada como referencia surge del promedio ponderado de las tasas informadas por el BCRA en el mes de octubre de 2025 para PyMEs no financieras, por préstamos con tasa de interés fija o repactable de moneda nacional para documentos de sola firma por plazos mayores a 90 días. Se consideró que la tasa utilizada como referencia resulta consistente con la calificación A- otorgada por Moody's Local Argentina.

Los gastos adicionales considerados son: IVA sobre los intereses, gravados a una alícuota reducida (10,5%) según lo dispuesto por el Inc. D del Art. 28 de la ley N°23.349; gastos de otorgamiento del 1% sobre el capital recibido más IVA (21%) que incluyen análisis de información contable y de garantías, consultas e informes de riesgo; gastos administrativos sobre el capital del 0,5% más IVA (21%) que incluyen mantenimiento de cuenta, análisis en el cobro de los fondos y elaboración y mantenimiento de legajos; impuesto a los sellos del 1% sobre el capital (alícuota general para dicho impuesto).

A los fines académicos y para asegurar una equivalencia entre instrumentos, la totalidad de los intereses devengados correspondientes al plazo de 314 días, se reconocen al 31/10/2025 en el Pasivo Corriente, con prescindencia de que su devengamiento real se extienda en ejercicios posteriores.

4.7.1.5 Descuento de pagarés propios

En este supuesto, se simula la emisión y colocación de 30 pagarés propios (a los fines de tener mayor liquidez) en el mercado de capitales, concretamente en el segmento directo de MAV. Los pagarés no son garantizados y poseen el mismo valor nominal. Siguiendo los estándares más utilizados en el mercado actualmente, los pagarés con vencimientos menores a 365 días se negocian a descuento, es decir, no pagan intereses ni amortizaciones intermedias, lo que permite una mejor comparabilidad entre los instrumentos.

La TNA utilizada como base surge del promedio ponderado de las tasas informadas por MAV en octubre de 2025 para pagarés en pesos sin avalar con plazos mayores a 180 días. Se considera que la tasa utilizada como referencia resulta consistente con la calificación A- otorgada a HAB por Moody 's Local Argentina.

Los gastos adicionales a la tasa de referencia son: comisión de ALyC, que incorpora las comisiones de Caja de Valores S.A para la custodia de los pagarés, por un 0,4% del valor nominal de los pagarés más IVA (21%); derecho de negociación y listado en MAV por un 0,06% del valor de pagarés ya descontados más IVA (21%).

A los fines académicos y para asegurar una equivalencia entre instrumentos, la totalidad de los intereses devengados correspondientes al plazo de 314 días, se reconocen al 31/10/2025 en el Pasivo Corriente, con prescindencia de que su devengamiento real se extienda en ejercicios posteriores.

4.7.2 Comparación entre instrumentos

Cuadro 2

Análisis cuantitativo de los instrumentos

Concepto	FF *	Préstamo	Descuento CPD bancario	Descuento CPD Avalado	Descuento Pagaré
Fondos descontados/adeudados	\$3.723,11	\$5.129,91	\$5.446,12	\$4.833,99	\$4.453,32
Fondos obtenidos	\$3.199,20	\$3.199,20	\$3.199,20	\$3.199,20	\$3.199,20
TNA	32,01%	60,69%	63,06%	52,77%	44,60%
CFTNA S/IVA	37,99%	63,60%	64,25%	58,06%	45,37%
CFTNA	38,94%	70,15%	81,64%	59,40%	45,57%

Nota. Elaboración propia a partir de información pública (ver [Anexo 6.3](#)), bajo los supuestos antes mencionados. Los montos son expresados en millones de pesos.

(*) En el caso del FF, los fondos descontados están valuados en pesos al TC de la fecha de integración, entendiendo que el valor esperado de estos es mayor. De acuerdo a la variación esperada del Tipo de Cambio relevada en el REM, los fondos descontados serán \$4.270,96 MM.

La Figura 4 sintetiza los resultados del análisis cuantitativo de los instrumentos al 31/10/2025. En términos de tasa nominal, el FF exhibe la TNA más reducida del conjunto, lo que evidencia que, bajo los supuestos adoptados, el costo nominal del instrumento resultó competitivo frente a las alternativas de financiamiento disponibles para una PyME de estas características.

Uno de los resultados más llamativos es el CFTNA S/IVA del FF, que muestra la brecha más pronunciada respecto de su TNA. La diferencia entre estas tasas fue de 5,98 puntos porcentuales, lo que representa un encarecimiento del 18,7% sobre la TNA, siendo esta la proporción más elevada del análisis. Este resultado refleja cómo la estructura de costos fijos, incluso distribuyéndose sobre un monto de emisión de USD 2,317 MM, impacta de forma desproporcionada sobre el costo de financiación.

En ese sentido, resulta pertinente destacar que, si se incrementara el monto colocado, el CFTNA del FF se reduciría ampliamente, lo que reforzaría su competitividad frente a las demás alternativas. El hallazgo es consistente con lo manifestado por los entrevistados, ya que evidencia que los costos fijos actúan como una barrera que limita el uso del instrumento, sobre todo en emisiones menos cuantiosas.

Los instrumentos del mercado de capitales, a diferencia de los instrumentos bancarios, no devengan IVA sobre los intereses. Esta distinción explica la marcada diferencia entre el CFTNA S/IVA y el CFTNA en el caso del préstamo y del descuento de CPD bancario. En los instrumentos del mercado de capitales, el IVA incide únicamente sobre conceptos accesorios (como comisiones, gastos y aranceles), cuya significancia sobre el costo financiero es ampliamente menor. No obstante, es importante señalar que esta característica no constituye necesariamente una ventaja, dado que el IVA abonado genera un Crédito Fiscal para la empresa, lo que lo torna recuperable a la hora de liquidar el impuesto.

Más allá de la competitividad del FF frente al resto de alternativas, el análisis cuantitativo debe complementarse con la interpretación de los aspectos cualitativos de cada instrumento. Por ello, es importante destacar que el FF implica una complejidad administrativa y un plazo de estructuración ampliamente superior a la de los restantes instrumentos, ya que requiere la intervención de múltiples partes, la confección de un prospecto de emisión, la calificación crediticia de los títulos valores y montos colocados considerablemente más elevados. Sin embargo, también ofrece ventajas que los instrumentos tradicionales no contemplan, como la posibilidad de descontar documentos diversos (como créditos pagaderos en granos, en el caso de HAB) y una mayor flexibilidad

en los plazos de repago.

La conveniencia del FF frente a las alternativas disponibles dependerá, entonces, del perfil, volumen de operaciones y capacidad administrativa de cada empresa en particular.

Una vez analizado el costo financiero de cada instrumento, corresponde examinar su impacto sobre la estructura patrimonial y de resultados de la empresa. Para ello, se analizarán algunos indicadores financieros, que reflejan cómo cada mecanismo de financiación modifica la lectura que terceros (bancos, proveedores, inversores) hacen sobre la compañía. A tal efecto, se exhiben los indicadores financieros más relevantes para el diagnóstico, luego de la implementación de cada método de financiación.

Cuadro 3

Impacto en los indicadores financieros

Indicador	Sin financ.	FF	Préstamo	Desc. CPD bancario	Desc. CPD Avalado	Desc. Pagaré
Cobertura de la liquidez (LCD / LCN)	1,147	1,208	1,196	1,019	1,202	1,225
Liquidez Ácida ((Act. Cte. - Bs de cambio) / Pas. Cte.)	1,015	1,007	0,997	0,997	0,999	1,002
Endeudamiento (Pas. / PN)	3,147	3,197	3,502	3,310	3,294	3,426
Calidad de la deuda (Pas Cte. / Pas total)	0,936	0,936	0,939	0,936	0,936	0,939
TFP (RFGxP / Pas. Promedio)	11,59%	11,59%	13,14%	11,61%	11,61%	12,54%
Cobertura de int. (EBITDA / Intereses)	1,265	1,265	1,090	1,265	1,265	1,146

Nota. Elaboración propia a partir de los estados contables de Hector A. Bertone al 31/08/2025, incorporando el impacto de cada alternativa de financiamiento conforme a los supuestos planteados e información pública (ver [Anexo 6.3](#)).

La Figura 5 sintetiza los indicadores financieros resultantes del análisis cuantitativo de los instrumentos al 31/10/2025. En términos generales, el escenario del FF presenta los ratios financieros más favorables frente a las demás alternativas analizadas.

Los ratios de Cobertura de la Liquidez y Liquidez Ácida son similares en todos los casos, viéndose levemente más afectados por el descuento del CPD bancario y el préstamo, lo que se explica por el mayor costo financiero de dichas alternativas, exigiendo descontar montos

nominales mayores para obtener un mismo monto recibido, lo que afecta a la composición del activo corriente.

El endeudamiento es el indicador más demostrativo: el préstamo bancario y los pagarés emitidos lo elevan en un 10% y 9,5% respectivamente con respecto a la situación sin financiamiento. Este deterioro es el más marcado de todos, ya que este tipo de instrumentos incrementan el pasivo de la empresa financiada. El FF, en cambio, es el instrumento que menos altera el indicador, dado que es un mecanismo de financiamiento instrumentado mediante la cesión de créditos, lo que no afecta el pasivo corriente en cuanto a deuda, y es el que tiene menor CFTNA, la cual repercute en el resultado del ejercicio e indirectamente, en el patrimonio neto al cierre.

El ratio de Cobertura de Intereses, sufre una caída moderada respecto a la situación inicial en los instrumentos de deuda (mayor en el crédito bancario), dado que los intereses generados resultan poco significativos respecto a la carga de intereses que la empresa soportaba previamente, preservando en todos los casos el mismo resultado operativo (EBIT). Por ello, los descuentos de documentos en sus diversas formas no modifican el indicador inicial.

La Tasa de Financiación Promedio (TFP) sufre un pequeño aumento por los instrumentos de deuda, viéndose más repercutido en el caso del préstamo bancario.

El análisis de los indicadores financieros confirma que el FF, además de revelar el menor costo financiero entre las alternativas evaluadas, es también el instrumento que más preserva la salud financiera de la empresa. No obstante, estas ventajas cuantitativas deben compararse conjuntamente con las limitaciones cualitativas señaladas previamente (complejidad administrativa, plazos de implementación, intervención de distintos participantes, escala mínima requerida) para determinar la conveniencia real del instrumento según el perfil de cada PyME.

En conjunto, el análisis cuantitativo y cualitativo, permiten comprender por qué una empresa como Hector A. Bertone, pudiendo recurrir a otras alternativas de financiamiento, optó por el FF como instrumento para la operación analizada.

5. Conclusión y propuestas de mejora

En conclusión, el FF no representa una solución universal para el segmento PyME, ya que exige una cuantiosa cartera de créditos atomizados y diversificados, un equipo de profesionales que puedan asesorar correctamente a la empresa en el ámbito financiero, un gran nivel de orden administrativo y un elevado grado de confianza en el mercado de capitales como canal apto para obtener financiamiento. Estos requisitos, actuando de manera conjunta, generan que muy pocas PyMEs puedan obtener un beneficio real mediante la utilización de este instrumento. Por eso, una de las respuestas al porqué de su baja utilización es que no todas las PyMEs pueden ni deben usar FF para financiarse.

Dicho eso, para las PyMEs que cumplan los requisitos, el FF se vuelve una herramienta muy interesante, que permite a estas empresas salir al mercado con tasas competitivas (incluso presentando estados contables deteriorados), descontando documentos de naturaleza y plazos diversos y con un contrato estructurado a medida de cada situación particular.

Sin embargo, aun dentro del universo de PyMEs elegibles, se observa una llamativa subutilización que, tal como evidencia el presente trabajo, responde a causas puntuales. La más extendida, mencionada por todos los entrevistados, es el desconocimiento. El nivel de conocimiento del mercado de capitales entre los dueños de PyMEs fue descripto como cercano a cero, pero esto no se limita solo a los empresarios, sino también a los profesionales que los asesoran. La segunda barrera identificada son los elevados costos de estructuración, que generan que en muchos casos las PyMEs, incluso teniendo una cuantiosa cartera de créditos, decidan optar por otras alternativas de financiamiento. En tercer lugar, la complejidad administrativa y operativa representa una barrera difícil de sortear, ya que la carga documental que impone la estructura excede la capacidad incluso de PyMEs ordenadas y bien organizadas.

En línea con lo expuesto en el párrafo anterior, se formulan las siguientes propuestas a los fines de mitigar las barreras identificadas:

En primer lugar, promover estructuras de pool de fiduciantes desde organismos con llegada al segmento, como CAME o SEPYME. De esta manera, en emisiones con multiplicidad de fiduciantes, se podrían alcanzar montos de emisión más elevados, lo que permitiría atenuar el impacto de los costos fijos y reforzar el potencial financiero del instrumento.

En segundo lugar, fomentar fuertemente la capacitación de dueños de PyMEs y profesionales de ciencias económicas (principalmente contadores públicos) en temas relativos al mercado de capitales. Es sabido que las crisis sistémicas del sistema financiero

argentino han generado una desconfianza por parte de empresas, inversores y ahorristas, afectando el desarrollo del mercado de capitales y limitando la utilización de instrumentos de financiación de largo plazo. Por ello, una mayor difusión de las alternativas disponibles ampliaría la cantidad de empresas que las consideran viables, lo que genera no sólo mejores condiciones de financiamiento para estas, sino que también propicia el desarrollo de un mercado de capitales más dinámico, profundo e inclusivo.

En tercer lugar, impulsar la creación y promoción de Programas Globales de FF PyME por parte de un mayor número de fiduciarias, lo que permitiría agilizar el proceso de emisión. De esta manera, más PyMEs podrían acceder al instrumento de forma veloz, con menores costos administrativos y con una reducción de la carga burocrática asociada a la estructuración individual de cada FF.

Por último, reducir los requisitos necesarios para invertir en instrumentos PyME en el mercado de capitales. Si bien esta limitación existe para proteger a los inversores de instrumentos más riesgosos, la realidad es que en muchos casos los valores emitidos por PyMEs presentan una calidad crediticia elevada, siendo avalados por SGRs, lo que los vuelve comparativamente menos riesgosos que otros instrumentos que cualquier inversor minorista puede adquirir libremente en el mercado. Ampliar el universo de inversores habilitados generaría una mayor demanda, dotaría a los instrumentos de liquidez, y reduciría la dependencia de inversores institucionales, beneficiando tanto a las PyMEs como a los propios inversores minoristas.

Si estos esfuerzos coordinados se concretan, el FF podría convertirse en un canal genuino de acceso al crédito para empresas que hoy financian su crecimiento en condiciones desventajosas o, directamente, no lo financian. Esa posibilidad justifica el presente trabajo y debería impulsar el compromiso de los profesionales de ciencias económicas a que se haga realidad, ya que el desarrollo de las PyMEs, más que un objetivo sectorial, es una condición necesaria para el crecimiento económico del país.

Referencias

- Arabia, F. (2008). *El fideicomiso como posible estrategia de fraude*. Sistema Argentino de Información Jurídica (SAIJ).
<https://www.saij.gob.ar/fabiana-arabia-fideicomiso-como-posible-estrategia-fraude-dacc080121-2008-12/123456789-0abc-defg1210-80ccanirtcod>
- Agencia de Recaudación y Control Aduanero (s.f.). *Impuestos sobre los créditos y débitos en cuentas bancarias y otras operatorias: Cómputo en ganancias*.
<https://www.afip.gob.ar/creditoyDebitos/casos-especiales/computo-en-ganancias.asp>
- Autopista de información financiera CNV. (2025). *Presentación de EECC de Hector A. Bertone y demás información contable - financiera*. Presentación #3440420.
<https://aif2.cnv.gov.ar/presentations/publicview/ac8e0461-a70e-45e0-9e5e-cfaf1c82d294>
- Banco Provincia S.A. (2022). *Cuadro tarifario descuento de cheques*.
<https://www.bancoprovincia.com.ar/Content/docs/BP0514.pdf>
- BBVA. (2026). *SGR: Sociedades de Garantía Recíproca*.
<https://www.bbva.com.ar/empresas/productos/financiacion/sociedad-de-garantia-reciproca.html>
- BCRA. (2025). *Relevamientos de expectativas de mercado de octubre de 2025*.
<https://www.bcra.gob.ar/publicaciones/relevamiento-de-expectativas-de-mercado-rem-octubre-de-2025/>
- BCRA. (2025). *Tasas de interés de 2025*.
<https://www.bcra.gob.ar/tasas-de-interes/>
- Bolsa de Comercio de Rosario. (2013). *Financiación avalada por una SGR*.
<https://www.bcr.com.ar/es/mercados/investigacion-y-desarrollo/informativo-semanal/noticias-informativo-semanal/financiacion>
- Código Civil y Comercial de la Nación (CCyCN). Ley N° 26.994 (2014). Promulgada el 07/10/2014. B.O. N° 32.985.
- Código Fiscal de CABA. Ley N° 6.926 (2025). BOCBA N° 4.823.
- Comisión de Economías Regionales, Economía Social, PyME. (2024). *Informe de impacto económico y social de las MiPyMES en Argentina*.
<https://www.senado.gob.ar/parlamentario/comisiones/info/60?Información=1&Documentación=8&Reuniones=3>
- Comunicación “A” 8160/2024 del BCRA. (2024). *Flexibilización en el tipo de moneda en*

fideicomisos financieros con oferta pública.

Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. (1997). *Tratamiento contable del fideicomiso* (Informe N° 28 de la Comisión de Estudios sobre Contabilidad).

<https://www1.tcptdf.gob.ar/tcp-publico/otros/TRATAMIENTO%20CONTABLE%20DEL%20FIDEICOMISO-INF28%20CPCECABA.pdf>

Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. (2001). *Las Sociedades de Garantía Recíproca: Una alternativa para bajar el costo financiero de las PyMES*. <https://archivo.consejo.org.ar/coltec/porto.htm>

Comisión Arbitral. (1977). *Convenio multilateral*. Promulgado 01/01/1978. B.O. N° 23.850.

Decreto N° 308/2001. *Reglamentación de la Ley N° 25413*. Promulgado 29/03/2011. B.O. N° 29.620.

Decreto N° 117/2019. *Ley de competitividad*. Promulgado el 08/02/2019. B.O. N° 34.052.

Herzog, M. (2009). *El fideicomiso y el agro: Aspectos tributarios y aspectos contables*. Osmar D. Buyatti.

Kiper, C. M., & Lisoprawski, S. (2012). *Tratado de fideicomiso* (Tomo I y II). Abeledo Perrot.

Ley N° 6.592 y N° 6.593 de CABA. (2023). *Modificaciones al código fiscal y ley tarifaria de CABA*. B.O. N° 02/12/2022.

https://www2.bdoargentina.com/impuestos/tarifaria_caba_23.pdf

Ley N° 11.683. (1932). *Ley de procedimiento tributario*. Promulgada el 12/01/1933. B.O. N° 11.586.

Ley N° 19.550. (1972). *Ley general de sociedades*. Promulgada el 03/04/1973. B.O. N° 22.409.

Ley N° 20.268. (1973). *Ley de impuestos a las ganancias*. Promulgada el 29/12/1976. B.O. N° 22.821.

- Ley N° 21.526. (1977). *Ley de Entidades Financieras*. Promulgada el 14/02/1977. B.O. N° 23.602.
- Ley N° 23.349. (1986). *Ley de impuesto al valor agregado*. Promulgada el 25/08/1986. B.O. N° 25.978.
- Ley N° 24.441. (1994). *Tratado del fideicomiso y otras disposiciones*. Promulgada el 09/01/1995. B.O. N° 28.061.
- Ley N° 24.467. (1995). *Régimen para pequeñas y medianas empresas*. Promulgada el 23/03/1995. B.O. N° 28.112.
- Ley N° 24.522. (1995). *Ley de Concursos y Quiebras*. Promulgada el 07/08/1997. B.O. N° 28.203.
- Ley N° 26.831. (2012). *Ley de Mercado de Capitales*. Promulgada el 27/12/2012. B.O. N° 32.551.
- Ley N° 27.440. (2018). *Ley de Financiamiento Productivo*. Promulgada el 10/05/2017. B.O. N° 33.868.
- Ley N° 27.638. (2021). *Impuesto a las Ganancias. Régimen de incentivo al ahorro en pesos*. Promulgada 02/08/202021. B.O. N° 34.716.
- Martín, J. A., & Alchouron, J. M. (1996). *Securitización, fideicomiso, fondos de inversión, leasing: Tratamiento impositivo*. Price Waterhouse.
- Mercado Argentino de Valores. (2014). *Derechos para Operaciones de Mercado*. <https://mav-sa.com.ar/derechos-para-operaciones-de-mercado/>.
- Mercado Argentino de Valores. (2025). *Resultado de colocación “Fideicomiso Financiero HAB V”*. <https://mav-sa.com.ar/wp-content/uploads/2025/10/Acta-de-Colocacion-FF-HAB-V-CC-JS.pdf>.
- Mercado Argentino de Valores. (Oct.-2025) . Instrumentos PyMEs: Tasas históricas. <https://mavdata.mav-sa.com.ar/historicos/instrumentos>.

- Moody's Local Argentina. (2025). *Escala de calificación Argentina*.
<https://moodylocal.com.ar/wp-content/uploads/2024/06/Rating-scale.pdf>
- Moody's Local Argentina. (2025). *Informe de calificación de Hector A. Bertone S.A.*
https://moodylocal.com.ar/wp-content/uploads/2025/07/MLAR_Informe-HAB-31072025.pdf
- Moreno Gurrea, J. A. (2010). *Encuadre del fideicomiso financiero en las normas del Convenio Multilateral*.
https://mrconsultores.com.ar/archivos/Capacitacion/2022/5/20_-_Fideicomiso_financiero_en_el_CM.PDF
- NEXO S.A - ALYC integral .(2025). *Comisiones*. <https://nexoalyc.com.ar/comisiones/>
- Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables de HAB. (2026). *Prospecto de emisión de obligaciones negociables de Hector A. Bertone S.A bajo el régimen de oferta pública con autorización automática por su mediano impacto*.
<https://content-us-7.content-cms.com/8ba19f21-9a97-4525-8886-f54d823a5cea/dxresources/3267/32670838-b57b-481b-82ae-306b9935b902.pdf>.
- Reforma de la Ley N° 27.677. (2021). *Reforma a la ley de impuesto a los bienes personales*. Promulgada 30/12/2021. B.O. N° 34.826.
- Resolución N° 82/2023 del Ministerio de Economía. (2023). Por la cual se modifican los aranceles de fiscalización y control y otros servicios CNV. 7 de febrero de 2023.
- Resolución N° 515/2019 de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN). (2019). *Reglamento general de actividad aseguradora - modificación*. 31 de mayo de 2019
- Resolución General N° 622/2013 CNV. (2013). *Normas CNV (N.T. 2013)*. 9 de septiembre de 2013.
- Resolución General N° 655/2016 CNV. (2016). Por la cual se crea el Régimen de Fideicomisos Financieros para el financiamiento PyME. 14 de marzo de 2016.
- Resolución general N° 660/2016 CNV. (2016). Por la cual se modifica la sección VII del Capítulo IV del Título V de las Normas CNV. 27 de abril de 2016.

Resolución general N° 917/2021 CNV. (2021). Por la cual se reglamenta el decreto 621/2021 - régimen informativo AFIP. 3 de enero de 2022.

Resolución general N° 992/2024 CNV. (2024). Por la cual se modifica el Cap. IV. Título V de las Normas CNV. 19 de febrero de 2024.

Resolución general N° 1027/2024 CNV. (2024). Por la cual se modifican los EECC y ACYR del Cap. IV Título V de las Normas CNV. 31 de octubre de 2024.

Resolución general N° 1051/2025 CNV. (2025). Por la cual se establece el régimen de oferta pública de FF con autorización automática. 16 de enero de 2025.

Resolución general N° 1084/2025 CNV. (2025). Por la cual se simplifican capítulos relativos a FF. 5 de septiembre de 2025.

Resolución técnica N°46 FACPCE. (2018). *Nuevo texto de la Resolución Técnica N° 22 “Normas Contables Profesionales: Actividad Agropecuaria”.*

ROSVAL S.A - ALYC integral. (2026). *Aranceles para operaciones de mercado de valores: Otros aranceles y gastos.*
<https://www.rosval.com.ar/aranceles-para-operaciones-de-mercado-de-valores/>.

Salerno A., Rampone, M. (2025). *Evolución de las Pymes en Argentina y su impacto en el empleo.* UCEMA.
https://ucema.edu.ar/sites/default/files/2025-09/IndicadoresUCEMA_PyMEs092025_0.pdf

Stella, M. C. (2015). *El contador frente al fideicomiso: Su tratamiento contable e impositivo.*
https://www.economicas.uba.ar/wp-content/uploads/2016/06/CECONTA_T2015_018_CASTA%C3%91O_FIDEICOMISO_CONTABLE_IMPOSITIVO.pdf

Suplemento de prospecto fideicomiso financiero “Grancoop Créditos IV” (2026)
<https://bacs.com.ar/wp-content/uploads/2026/04/FF-Terminos-y-Condiciones-Grancoop-serie-IV-1.pdf>

Suplemento de prospecto fideicomiso financiero “HAB V” (2025).

<https://mav-sa.com.ar/wp-content/uploads/2025/10/Suplemento-de-Prospecto-FF-HAB-Definitivo-FIRMADO.pdf>

Suplemento de prospecto fideicomiso financiero “Metalcred XVII” (2024).

<https://content-us-7.content-cms.com/8ba19f21-9a97-4525-8886-f54d823a5cea/dxresources/b493/b49370c9-e753-463d-8caa-00b54693803f.pdf>

Suplemento de prospecto fideicomiso financiero “RDA Serie III” (2024).

<https://www.bst.com.ar/wp-content/uploads/2025/04/RDAFFSerieIII-Suplemento.pdf>

Suplemento de prospecto fideicomiso financiero Secubono 244 (2026).

<https://www.bst.com.ar/wp-content/uploads/2026/01/FF-Secubono-244-Suplemento-de-Prospecto.pdf>

Suplemento de prospecto fideicomiso financiero Secubono 245 (2026).

<https://www.valo.ar/wp-content/uploads/2026/02/Prospecto-Secubono-245.pdf>

Telias, A. J., Pahlen Acuña, J. M. (2007). *Contabilidad para gerenciar*. Temas Grupo Editorial.

Trivia by consejo. (29/07/2021). *El directorio y su funcionamiento*.

https://trivia.consejo.org.ar/ficha/500783-el_directorio_y_su_funcionamiento.

6. Anexos

6.1 Evolución normativa de FF emitidos bajo régimen PyME.

- RG N° 655 CNV (B.O. 14-3-16): Crea la categoría jurídica “Fideicomiso Financiero PyME”, siendo la norma fundacional del régimen especial sobre la que se han construido todas las flexibilizaciones posteriores.
- RG N° 660 CNV (B.O. 27-4-16): En el caso de Programas Globales PyME, introduce la posibilidad de identificar a los fiduciantes en el momento de constituir cada Fideicomiso Financiero, tornando más ágil y dinámico el acceso a esta herramienta.
- Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo (B.O. 11-5-18): Establece que los Fideicomisos Financieros cuyos CP y/o VDF sean colocados por oferta pública con autorización de la CNV, sólo tributarán Impuesto a las Ganancias por las inversiones no realizadas en la República Argentina. En este caso, los inversores (beneficiarios) incorporarán las ganancias obtenidas por inversiones que se hayan realizado en la República Argentina en su propia declaración jurada.
- Resolución N° 515/2019 SSN (B.O. 04-06-19): Establece que las aseguradoras deben destinar entre el 5% y 20% de sus inversiones en instrumentos PyMEs, entre los cuales se encuentran los valores fiduciarios emitidos en FF PyMEs. Esto ayuda a ampliar la demanda institucional por este instrumento.
- RG N° 917 CNV (BO: 29-12-2021): Establece que los intereses que surjan de los CP y/o VDF de FF destinados al financiamiento de PyMEs estarán exentos del Impuesto a las Ganancias.
- Resolución 82/2023 del Ministerio de Economía (B.O. 07-2-23): Reduce el arancel de autorización de los FF PyME, que pasa a representar el 30% del importe correspondiente a la autorización de FF en general.
- RG N° 992 CNV (B.O. 19-2-24): Contempla un prospecto de emisión simplificado para FF PyME garantizados por entidades dedicadas a tal fin, en el que no será necesaria la descripción detallada del o de los fiduciante/s, debiendo simplemente detallarse quiénes participarán en dicho carácter, reduciendo ampliamente la carga informativa. Además, establece que en estos casos no será necesaria la presentación de la/s resolución/es social/es del o de los fiduciante/s.
- RG N°1051 CNV (B.O. 15-1-25): Establece un régimen de autorización automática para la emisión de fideicomisos financieros de bajo (hasta 1.000.000 UVAs) y mediano impacto

(hasta 7.000.000 UVAs). En el primer supuesto, no es obligatoria la presentación del prospecto de emisión ni otros documentos, salvo el contrato de fideicomiso.

- RG N° 1084 CNV (B.O. 03-9-25): Simplifica y agiliza la inscripción y autorización de fiduciarios financieros, fomentando así la constitución de FF y elimina la obligación de incluir información sobre otros participantes en el prospecto de emisión.

6.2 Entrevistas y cuestionarios

Todos los sujetos entrevistados han prestado su consentimiento expreso para ser nombrados en el presente trabajo, y detallar brevemente su actividad y experiencia laboral.

6.2.1 Entrevista presencial con Miguel Angel Siebens.

Pregunta 1: ¿Cómo fue tu relación con las PyMEs durante tu carrera? ¿Te dedicaste a algún tipo de PyME en específico?

“En el transcurso de mi trabajo empecé trabajando en distintas cosas, primero en un banco, en el banco del Buen Ayre que era un banco chico en comparación a otros. Era más orientado a un segmento de empresas y a un segmento dentro de la empresa, la atención más del empleado que de la gran empresa. Eso lo que generaba era una relación con ciertas empresas que eran grandes y otras que eran más chicas, entonces había una relación con PyMEs.

Después seguí en esa línea, trabajé en una compañía financiera, en un negocio que estaba orientado específicamente a pequeñas y medianas empresas. Trabajé en Garantizar, y por relaciones, contactos y amistades me invitaron a dar capacitaciones en CAME. Entonces eso genera un contacto con PyMEs más que con grandes empresas.

El problema que tiene la PyME es su tamaño, mucho de irregularidad, no digo que es lógico que la tengan pero se toma como hábito, entonces eso genera muchos problemas a la hora de querer buscar financiamiento.”

Pregunta 2: ¿En tu experiencia qué fuentes de financiamiento son más comúnmente utilizadas por PyMEs?

“Las PyMEs van a buscar el préstamo bancario como fuente fundamental, el Cheque de Pago Diferido y muchas se quedan ahí porque desconocen el resto. Muchas desconocen la existencia de las SGR, eso me llama la atención, a veces cuando doy charlas y menciono las SGR, muchos dueños preguntan ¿qué es eso?.

Pero creo que hay mucho desconocimiento de otras herramientas como puede ser el

fideicomiso, el leasing o el pagaré bursátil.

Hay un desconocimiento importante en el segmento respecto del mercado de capitales. CAME hace reuniones para contar sobre alternativas de financiamiento en el mercado de capitales, pero no hace una charla sobre alternativas de financiamiento en el mercado bancario, porque esas las conocen todos.”

Pregunta 3: ¿Con qué frecuencia las PyMEs conocen o consideran el mercado de capitales como fuente de financiamiento?

“Como dije recién, es bastante baja. Esto se puede ver en algunas estadísticas de CAME y de la CNV. Si uno mira los topes para ser PyME, son bastante altos, por eso hay empresas que son muy reconocidas y siguen siendo PyMEs, lo que hace que en las estadísticas entren muchísimas empresas de tamaños varios.”

Pregunta 4: En su experiencia ¿conoció casos en los que se haya utilizado el FF como herramienta de financiación (ya sea en general o específicamente en PyMEs)?

“Específicamente en una PyME no. Vi el uso de Obligaciones Negociables, pero no de fideicomisos. Cuando yo trabajaba, sí se hicieron varios fideicomisos agropecuarios, se conseguía fondeo para que varios productores agropecuarios pudieran hacer los laboreos de siembra y cosecha, trayendo la mercadería del exterior. El fideicomiso reunía a esta gente, y de acuerdo a la potencialidad de producción se establecía cuál era el monto del fideicomiso.

Para un FF necesitás que tenga unos 3 millones de dólares, porque si no se vuelve muy caro, con 3 millones podría andar bien. En el caso de fideicomisos que yo vi, se juntaban varios productores, que pedían una cantidad de dinero, se distribuían en función de la cantidad de hectáreas que iban a sembrar, se asignaba un valor, y se emitían títulos para poder sembrarlo en el mercado. Individualmente no lo vi.

En el caso de... (empresa del sector agropecuario), probablemente lo que hizo fue colocar la cartera crediticia, metió los créditos en el FF. Lo que pasa es que en determinado nivel de PyMEs, la parte de cuentas a cobrar no es tan significativa, en este caso por ahí la empresa tiene 50 equipos agropecuarios dando vueltas por 500 millones de dólares, por decir algo. Ahí se genera un volumen que vale la pena fideicomitir, en otros casos se dificulta.

El FF podría justificarse en empresas que vendan bienes de mucho valor o tengan una cartera crediticia que lo justifique, ... (empresa de electrodomésticos) por ejemplo,

también hay empresas del interior que venden electrodomésticos que tienen un buen volumen, y podrían generar un FF individual. Lo interesante es hacer un FF con oferta pública, no uno privado, porque eso dota al instrumento de liquidez, en el privado se van a incrementar los costos porque no hay oferta y demanda. Tampoco hay mercado secundario, en cambio si el FF es con oferta pública, se puede comprar el VDF en el mercado primario y después revenderlo.”

Pregunta 5: ¿Considera que los costos de estructuración del FF resultan muy elevados para una empresa mediana?

“Habría que estudiarlos puntualmente, pero los costos de estructuración del FF son altos por la cantidad de participantes que tiene. Está la empresa que evalúa (la SGR por ejemplo), los costos de escribanos, costos de colocación (se necesita una ALyC para poder hacerlo) y algunos otros costos operativos. Es un número, habría que ponérselo a calcular, igualmente es rentable y es un buen canal para financiarse. Hoy pedir un préstamo para una PyME puede estar en un 50% de CFT, y por ahí en un FF se puede conseguir mucho menos, se aproxima más al CFT de una empresa grande.

También se podría amortizar buscando un cluster de valor, esto es, todas empresas PyMEs de la ciudad de Río Cuarto por ejemplo, entonces se arma un pool de muchos fiduciantes. Ahí se bajarían costos, generando una masa crítica más grande, y haciendo que los costos fijos se reduzcan proporcionalmente.”

Pregunta 6: ¿Qué ventajas considera que tiene financiarse con el FF frente a otras alternativas?

“Una de las cosas más importantes es la salida al mercado, la empresa está mucho más expuesta que financiándose en un banco, porque al salir al mercado se va a hacer una oferta pública, la empresa va a hacer publicaciones, va a aparecer en ALyCs, al fin y al cabo es publicidad. Estás saliendo a que el mercado te reconozca y de cara a futuro la empresa podrá tener mejores opciones.

El hecho de la oferta pública también representa una ventaja, no es un cara a cara contra el banco. El banco dice 'la tasa es de 30%' y no se mueve. En cambio si hay OP, los inversores son sujetos que van a buscar un retorno, por lo que puede ser que la tasa se acerque más a lo que la empresa quiere pagar.

Otra ventaja es que la empresa puede estructurar el contrato en un plazo que le resulte

conveniente, cuando se trabaja con un banco, este define las cuotas y los plazos. En cambio, en el FF uno puede asociar los pagos a los flujos propios.

Como desventaja podría mencionar el trabajo que requiere, el armado del primer FF de un sector puede llevar cuatro o cinco meses de estructuración, consolidación, etc. Después se hace con más velocidad.”

Pregunta 7: ¿Podría flexibilizarse el FF para adecuarlo más a las necesidades de las PyMEs y fomentar su utilización en este segmento? ¿O el desuso se relaciona principalmente con el desconocimiento?

“Por un lado, el desconocimiento de la herramienta existe, sin ninguna duda. Pero creo que el FF necesita que el fiduciante no sea una empresa demasiado pequeña, sino que sea una empresa mediana o grande, por un tema de costos. Si hubiera alguna forma de generar un cluster, podría bajarse el costo fijo.

Hay algunas cuestiones que son excesivamente burocráticas, algunas certificaciones de escribanos podrían pasar a ser certificaciones de otro tipo, o podría buscarse que algún organismo realizara certificaciones más abiertamente. También podría ser interesante trabajar con más trámites electrónicos, eso podría reducir los costos.

Pero creo que por un lado el desconocimiento, y por otro lado el tamaño que tiene que tener el fideicomiso para que resulte rentable, invalida a muchas PyMEs. Creo que lo que le falta al mercado del FF es historia, pero como herramienta para empresas, incluso aunque sean pequeñas, dentro de un pool, es muy interesante como herramienta de financiamiento.”

6.2.2 Entrevista virtual con Federico Cavarozzi

Pregunta 1: En su experiencia, ¿a qué fuentes de financiamiento suelen recurrir las PyMEs?

“Los instrumentos de financiación a los que suelen recurrir las PyMEs principalmente son el crédito y descuento de cheques bancarios. En el mercado de capitales, lo más utilizado es el cheque de pago diferido con plazos de 30 días hasta 120 días, pagarés de corto plazo y, de forma reducida, cauciones bursátiles tomadoras de 30 días.”

Pregunta 2: ¿Cuáles considera que son los principales obstáculos que enfrentan las PyMEs para acceder al financiamiento formal en Argentina?

“El financiamiento pyme en Argentina es desastroso y caótico. En parte, por los plazos reducidos de financiación que hoy en día se otorgan pese a la gran demanda de financiamiento por parte de las PyMEs para todos sus proyectos. El otro obstáculo que enfrentan los dueños de este segmento empresarial es el costo de financiamiento que, pese a la reducción en el último semestre de las tasas de interés, siguen siendo altas para estas empresas y sus proyectos.”

Pregunta 3: ¿Con qué frecuencia considera que los empresarios PyME conocen o confían en el mercado de capitales como fuente de financiamiento?

“El conocimiento del mercado de capitales por estos empresarios es nulo, es un gran problema de este segmento, que se debe resolver con docencia. La falta de conocimiento conlleva a la desconfianza en el mercado en general y su funcionamiento.”

Pregunta 4: Conoce casos donde el fideicomiso financiero haya sido evaluado o utilizado como instrumento de financiación? ¿Cómo fue esa experiencia?

“No, no conozco PyMEs que se hayan financiado con este instrumento. Si conozco casos de empresas grandes, pero no de ese segmento.”

Pregunta 5: ¿A qué atribuye el escaso uso del fideicomiso financiero en el segmento PyME?

“Considero que el escaso uso del FF en el segmento se debe principalmente a la falta de conocimiento del mercado de capitales, y más aún sobre el FF, junto a los costos que trae aparejado este instrumento, que suele ser muy altos en comparación a la estructura de una PyME habitual.”

Pregunta 6: ¿Qué tipo de PyME considera que podría beneficiarse con el uso del fideicomiso financiero como herramienta de financiamiento?

“En principio, las PyMEs que más provecho le pueden sacar al instrumento son las empresas más importantes que encuadren en el segmento, que posean créditos homogéneos y lo suficiente grandes para considerar el armado de una estructura de este tipo y que la tasa de interés resulte atractiva para la PyME.”

Pregunta 7: ¿Qué opina sobre los costos de estructuración del fideicomiso financiero en relación al tamaño típico de las PyMEs argentinas.?

Los costos que implican los fideicomisos financieros siguen siendo muy altos, no solo para las PyMEs. De hecho, deberían establecerse exigencias por los distintos agentes de control y fiscalización que permitan disminuir los costos para que el instrumento se vuelva viable para las empresas de menor tamaño.”

6.2.3 Entrevista presencial con Alejandro Berney

Pregunta 1: ¿Cómo describiría la situación actual del financiamiento PyME en Argentina?

“El financiamiento PyME a través del mercado de capitales viene creciendo mucho, en el último año debe haber crecido como alrededor de 30-40% medido en dólares, la CNV lo publica todos los meses, hay muy buenos datos ahí. Cuando uno ve la evolución ve que hay un crecimiento.

Yo creo que hay muchas PyMEs que conocen el mercado de capitales pero hay muchísimas que no, porque habrá alrededor de 800.000 PyMEs en Argentina, y hay solo 30.000 o 40.000 que se financian en el mercado de capitales. Entonces creo que ayudaría mucho la educación financiera de las PyMEs para que sepan que exista la posibilidad de financiarse en el mercado de capitales.”

Pregunta 2: Dentro de los instrumentos PyME disponibles en el mercado de capitales, ¿cuáles diría que son los más utilizados?

“El más utilizado de todos por volumen en pesos y en dólares es el pagaré, están empezando a cambiar un poco, ya que hubieron algunas empresas que dejaron muchos pagarés defaulteados. Algunas grandes como ... (empresas de productos agrícolas) son ejemplos. Entonces tuvo un poco de mal nombre el pagaré, y por eso volvió a crecer mucho el cheque que fue el primero de los instrumentos PyME del mercado de capitales. Entonces está cambiando un poco, pero si uno mira los números fríos el más grande sigue siendo el pagaré.”

Pregunta 3: ¿Siente que el acceso al mercado de capitales puede ser una oportunidad para que las PyMEs puedan acceder al financiamiento formal, sorteando los problemas comunes asociados a este segmento?

“Sin duda, porque lo importante es que no sea ni una cosa ni la otra, siempre en el financiamiento uno tiene que tener la mayor cantidad de opciones posibles, eso reduce tu riesgo como empresa. Entonces agregar al mercado de capitales es fundamental, por

supuesto.”

Pregunta 4: ¿Considera que el FF es un instrumento potable para PyMEs teniendo en cuenta los costos y la complejidad del instrumento? ¿Considera que son necesarias más flexibilizaciones?

“Bueno, la CNV viene simplificando la emisión de FF para las PyMEs, pero ahí es donde se vuelve importante la educación financiera, porque no siempre es conveniente un FF, hay que analizar la situación. Si la empresa tiene muy mal balance, muy malos estados contables, probablemente se vuelva conveniente la emisión de un FF.

El FF siempre tiene más costos que otros instrumentos, porque no es solamente la complejidad, hay que contratar un fiduciario por ejemplo, tiene más costos por naturaleza. Entonces hay que analizar si conviene que sea deuda, si conviene que sea pagaré, si eso debería estar garantizado o no, o si conviene que sea FF.”

Pregunta 5: ¿Destacaría algún beneficio del FF frente a otros instrumentos?

“El principal beneficio es que cuando el FF es estructurado correctamente, la PyME se va a financiar más barato, porque este instrumento aísla el riesgo, y lo separa de la estructura de capital de la PyME, entonces puede llegar a tener una mejor situación crediticia, y por lo tanto menor costo de financiamiento que la PyME directamente. Es una buena manera de bajar el costo de financiamiento.”

6.2.4 Cuestionario a Fiduciaria Del Norte S.A via mail

Pregunta 1: ¿Cuál es el rol que Fiduciaria del Norte desempeña habitualmente dentro de las estructuras de fideicomisos financieros?

“Por lo general el rol que desempeñamos es el de Administradores Fiduciarios y en algunos casos, el de estructuradores y/o organizadores.”

Pregunta 2: Desde el punto de vista de una PyME, ¿en qué casos consideran que el fideicomiso financiero resulta una herramienta adecuada para financiarse (en lugar de alternativas más tradicionales)?

“Los fideicomisos financieros pueden complementarse con otras alternativas de financiamiento tradicionales, es decir, no necesariamente la emisora debe optar por una u otra opción. Los fideicomisos financieros reportan importantes ventajas:

Poseen beneficios impositivos (cuando el fideicomiso es con oferta pública, los intereses no están gravados con IVA).

Permite obtener fondos sin contraer deudas, es decir, sin aumentar el pasivo de la sociedad por cuanto se trata de una fuente de financiamiento fuera del balance.

La arquitectura legal y financiera con la que cuenta un FF permite centrar la actividad a desarrollar especificando un objeto claro en el texto mismo del contrato (no pueden usar los fondos para otro fin); logrando así concentrar e independizar el activo a securitizar, de los demás fondos de los que estas empresas disponen, y afectarlos a la realización de dicho objetivo.

Permite obtener financiamiento a una empresa, que de otro modo no lo podría obtener, por tener en el balance una relación deuda – patrimonio en un nivel no adecuado para el acceso a préstamos.”

Pregunta 3: ¿Las PyMEs suelen acercarse con interés en estructurar fideicomisos financieros?

“No, se observa un gran desconocimiento por parte de las pymes y los asesores de éstas en este instrumento.”

Pregunta 4: ¿Consideran que esta herramienta es poco utilizada en el sector PyME en función de las ventajas que otorga? Si es así, ¿qué barreras identifican como más relevantes?

“Sí, consideramos que es una herramienta muy poco utilizada y entendemos que la principal barrera de acceso es la falta de conocimiento en los instrumentos del Mercado de Capitales por parte de las pymes y quienes las asesoran.”

6.2.5 Entrevista virtual con CFO de Hector A. Bertone

Pregunta 1: ¿Por qué decidieron utilizar el fideicomiso financiero o explorarlo como herramienta de financiamiento?

“Toda mi carrera profesional se basó en la estructuración de pasivos en el mercado de capitales. Cuando me incorporé a la empresa en 2018 (Héctor A. Bertone, distribuidora de insumos agropecuarios en Villa María, Córdoba), mi propuesta fue iniciar el camino en el mercado de capitales. Primero incursionamos con Obligaciones Negociables (ON) avaladas PyME y luego propuse la estructura del FF, pensado estrictamente por la naturaleza del negocio y los plazos que manejábamos.

El problema radicaba en un descalce entre la cadena de pagos y la cadena de cobros. Las semillas de maíz (híbridos que el productor debe comprar cada año) salen al mercado en precampaña en marzo. En nuestra zona de Córdoba, se siembran a fin de año (noviembre/diciembre) y se cosechan recién en julio o agosto del año siguiente. Para competir por la mejor genética y calidad, nuestra empresa debía comprar las semillas a los proveedores (como Bayer, Corteva o Dekalb) en marzo, pero el proveedor otorgaba solo un año de plazo, es decir, había que pagar en marzo del año siguiente. Sin embargo, nuestro cliente recién cosechaba (y por lo tanto, pagaba) en agosto.

La solución fue armar un FF: nosotros le vendíamos al cliente en marzo a 18 meses de plazo (hasta agosto del año siguiente) y esas facturas se las cedemos al fideicomiso. En julio o agosto del mismo año de la venta, securitizábamos y vendíamos esos créditos en el mercado. De esta manera, la empresa obtenía la liquidez necesaria para pagarle al proveedor o incluso para comprar de contado, mientras que el fideicomiso era quien cobraba al año siguiente.”

Pregunta 2: ¿Considerás que el fideicomiso representó alguna ventaja no financiera para la empresa?

“Bueno, el fideicomiso fue el gran motivo por el cual pudimos ser disruptivos en el mercado. Pudimos otorgar un plazo de 18 meses que el mercado común no ofrecía, solucionando el problema tanto para el distribuidor como para el cliente. Empezamos con un primer fideicomiso de casi 5 millones de dólares y el último fue de más de 8 millones.

Para lograr esto, el cliente debe cumplir ciertos parámetros establecidos por nuestro sector de créditos y respetar un tope máximo de crédito para garantizar la atomización. La atomización es clave para armar la estructura (que suele tener tramos VDF A, B y C), ya que cada parte colateraliza a la otra.

Entrar al mercado de capitales y cumplir con las obligaciones le otorga a la PyME un renombre e historial que el sistema financiero tradicional valora mucho. Con el tiempo, este prestigio permite acceder a nuevas financiaciones en el mercado de manera directa y sin necesidad de presentar avales o contragarantías.”

Pregunta 3: ¿Qué tanto pudo adaptarse el FF a la dinámica del negocio de Hector A. Bertone?

“Es fundamental lograr que el administrador fiduciario se adapte a los términos de tu negocio. Si te quieren vender un fideicomiso prearmado, posiblemente no le sirva a una

PyME, ya que no tiene la misma flexibilidad que una gran empresa para acomodarse. En nuestro caso con los granos, fue un desafío porque administradores fiduciarios como Rosario Fiduciaria no pueden liquidar granos. Tuvimos que designar a otro acopio como administrador fiduciario sustituto para que, en caso de que a Bertone le pasara algo, este pudiera liquidar los granos a favor del fideicomiso.

Por otro lado, a la hora de armar el instrumento, la calificadora de riesgo evalúa la calidad de los créditos cedidos, la colateralización y cómo es el procedimiento de cobranza del fiduciante, que es quien sigue gestionando el negocio.”

Pregunta 4: ¿Cómo impactaron en octubre del año pasado las elecciones legislativas que se vivieron en Argentina, respecto del resultado de colocación?

“Fue complicado porque nuestro fideicomiso era "Dollar Linked" y el mercado se cerró mucho para instrumentos no avalados de PyMEs justo una semana antes de las elecciones. Como ya teníamos todo el FF armado, pudimos colocar solo una parte del tramo VDF A, que fue lo que el mercado pudo absorber ese día.

Fue mucho más beneficioso salir al mercado igual. Hicimos líquida una parte (funcionó como un préstamo) y nos quedamos con el resto de los títulos VDF A y B. Como el VDF A es un título con una gran calificación crediticia, pude usarlo como garantía para tomar otros préstamos bancarios. Fue un gran negocio comparado con haberme quedado con 8 millones de dólares en facturas esperando el vencimiento. Los costos hundidos de no salir con el FF eran más altos.

Pregunta 5: Respecto a las simplificaciones para la emisión de FF bajo Régimen PyME CNV, ¿realmente hacen más simple y accesible al instrumento?

“La gran ventaja para la PyME es que puede meterse dentro de un programa global ya armado por un administrador fiduciario (como hicimos con Rosario Fiduciaria). Si vos querés armar tu propio programa desde cero, lleva mucho tiempo, proyecciones y documentación.

Hoy el régimen es mucho más simple. Antes tardabas seis meses respondiendo vistas a la CNV. Ahora, teniendo el programa aprobado, hay un régimen de autorización automática hasta un monto tope: armás los documentos (suplemento de prospecto), los presentas y te los autorizan en un par de días para empezar la difusión.

Pregunta 6: ¿Qué alternativas ve frente al FF?’

“Si tu negocio está dolarizado, armar un fideicomiso de cheques es complicado porque te obliga a pesificar y fijar una tasa en pesos. Nuestros fideicomisos siempre fueron Dollar Linked porque vendíamos y cobrábamos al tipo de cambio de ese momento.

Para una PyME que busca capital de trabajo, el primer paso lógico y más simple es el descuento de cheques mediante una SGR o una ON Avalada. El FF tiene un costo de estructura alto (calificadora, administrador fiduciario, colocación).

No son competencia, son complementarios. Con una ON Avalada podés hacer un desembolso inicial grande para comprar activos de contado con descuento, y luego vender esos activos a plazo. Esos créditos a plazo los securitizás después en un fideicomiso, financiándote dos veces sobre la misma base. Además, el fideicomiso permite estructurar montos mucho mayores (ej. 5 millones de USD) que los que te otorgaría un banco o una SGR con avales.”

Pregunta 7: ¿Qué plazos considera ideales teniendo el programa aprobado?

Entrevistado: Trato de que el fideicomiso quede a corto plazo al momento de colocarlo. Por ejemplo, vendíamos a 18 meses a los clientes, tardábamos unos 6 meses en armar el fideicomiso, y lo vendíamos en el mercado cuando le quedaba menos de un año para el vencimiento. Un FF corto tiene muchas mejores posibilidades de colocación en el mercado.

Si la empresa tiene créditos muy cortos (como cuotas mensuales de consumo), recomiendo hacer un fideicomiso "revolving". Consiste en ponerle un vencimiento de 10 o 12 meses al fideicomiso, y a medida que los créditos a corto plazo vencen y se cobran, el fiduciante le cede nuevos créditos al fideicomiso para reponerlos, hasta llegar a la fecha de amortización final.”

Pregunta 8: Teniendo en cuenta las ventajas que menciona, ¿cree que el fideicomiso financiero está subutilizado? ¿Por qué?

“Sí, está muy subutilizado. Distribuidores agropecuarios hay un montón en todo el país, pero nosotros fuimos los únicos en emitir FF porque es una herramienta compleja y cara. Requiere un orden administrativo estricto; tenés que rendir cuentas mensuales de tus cobranzas al administrador fiduciario y demostrar una excelente asignación crediticia ante la calificadora de riesgo.

Otra clave es la atomización. Si vendés cinco cosechadoras al año y tenés cinco clientes que te deben 400.000 dólares cada uno, no te sirve el fideicomiso. El riesgo de concentración es tan alto que te exigirían dejar la mayor parte en los tramos B y C (subordinados), y el tramo A (el que hacés líquido) sería ínfimo.

Además, hay una gran ventaja contable: una ON o un préstamo es un pasivo en tu balance, pero el fideicomiso saca el activo de tu patrimonio (se lo cedes a una nueva empresa, que es el fideicomiso) y no te genera deuda financiera en el balance.

Pregunta 9: ¿Crees que podría haber alguna otra flexibilización para hacerlo más atractivo para las PyMEs?

“La autorización automática para emisiones de bajo y mediano impacto ya fue una gran flexibilización. Lo que yo cambiaría es la regulación sobre el público inversor. Actualmente, estos instrumentos PyME solo pueden ser comprados por inversores calificados o institucionales, que los compran en parte por obligación regulatoria.

Sería excelente permitir que inversores no institucionales, pero con un perfil de riesgo alto, puedan comprarlos. Yo, siendo idóneo en mercado de capitales y presidente de una ALyC, no puedo comprar estos instrumentos con mi cartera propia porque no soy considerado un inversor calificado bajo esos términos legales. Si se ampliara el público inversor, habría más demanda y sería mucho más eficiente para las PyMEs salir a buscar fondos sin depender exclusivamente de la liquidez de los institucionales.

6.3 Fuentes del análisis cuantitativo

Sin perjuicio de que las fuentes de información utilizadas para el análisis cuantitativo se encuentran debidamente referenciadas en la sección Referencias, las mismas se incluirán en el presente Anexo para facilitar su consulta y brindar mayor transparencia sobre los datos empleados para el estudio de cada instrumento.

Generales

- Calificación de riesgo de Moody's de la empresa HAB al 31/07/2025. Enlace: https://moodyslocal.com.ar/wp-content/uploads/2025/07/MLAR_Informe-HAB-31072025.pdf
- Estados Contables y demás información financiera de HAB al 31/08/2025. Enlace: <https://aif2.cnv.gov.ar/presentations/publicview/ac8e0461-a70e-45e0-9e5e-cfaf1c82d294>
- Tratamiento del cómputo del Impuesto a los Débitos y Créditos bancarios. Enlace: <https://www.afip.gob.ar/creditosyDebitos/casos-especiales/computo-en-ganancias.asp>

Fideicomiso Financiero

- Acta de colocación del FF HAB V. Enlace: <https://mav-sa.com.ar/wp-content/uploads/2025/10/Acta-de-Colocacion-FF-HAB-V-CC-JS.pdf>
- Calificación de riesgo de Moody's a los valores fiduciarios del FF HAB V. Enlace: <https://mav-sa.com.ar/wp-content/uploads/2025/10/Informe-de-calificacion-definitivo.pdf>
- Relevamiento de Expectativas de Mercado efectuado por el BCRA, correspondiente a octubre de 2025. Enlace: <https://www.bcra.gob.ar/publicaciones/relevamiento-de-expectativas-de-mercado-re-m-octubre-de-2025/>

- Suplemento de prospecto del FF HAB V. Enlace:
<https://mav-sa.com.ar/wp-content/uploads/2025/10/Suplemento-de-Prospecto-FF-HAB-Definitivo-FIRMADO.pdf>

Descuento de CPD avalado

- Comisiones de BBVA Garantizar. Enlace:
<https://www.bbva.com.ar/empresas/productos/financiacion/sociedad-de-garantia-reciproca.html>
- Comisiones de Nexo ALYC. Enlace: <https://nexoalyc.com.ar/comisiones/>
- Derechos para operaciones de mercado en MAV. Enlace:
<https://mav-sa.com.ar/derechos-para-operaciones-de-mercado/>
- “Las Sociedades de Garantías Recíprocas” por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de CABA. Enlace: <https://archivo.consejo.org.ar/coltec/porto.htm>
- Ley 24.467. Enlace:
<https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/15000-19999/15932/norma.htm>
- Tasas de interés históricas (MAV). Enlace:
<https://mavdata.mav-sa.com.ar/historicos/instrumentos>

Descuento de CPD bancario

- Comisiones del Banco Provincia. Enlace:
<https://www.bancoprovincia.com.ar/Content/docs/BP0514.pdf>
- Ley de IVA. Enlace:
<https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/40000-44999/42701/texact.htm>
- Tasas de interés históricas (BCRA). Enlace:
<https://www.bcra.gob.ar/tasas-de-interes/>

Préstamo bancario

- Ley de IVA. Enlace:
<https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/40000-44999/42701/texact.htm>
- Ley impositiva de CABA. Enlace:
<https://documentosboletinoficial.buenosaires.gob.ar/publico/PL-LEY-LCABA-LCB-A-6927-25-ANX.pdf>
- Tasas de interés históricas (BCRA). Enlace:
<https://www.bcra.gob.ar/tasas-de-interes/>

Descuento de pagarés propios

- Comisiones de ROSVAL ALyC. Enlace:
<https://www.rosval.com.ar/aranceles-para-operaciones-de-mercado-de-valores/>
- Derechos para operaciones de mercado en MAV. Enlace:
<https://mav-sa.com.ar/derechos-para-operaciones-de-mercado/>
- Tasas de interés históricas (MAV). Enlace:
<https://mavdata.mav-sa.com.ar/historicos/instrumentos>