

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ESTADÍSTICA**

CARRERA DE POSGRADO

MAESTRÍA EN FINANZAS

Tema: El Fideicomiso Financiero aplicado al sector productivo. ¿Cómo potenciar su desarrollo?

Autora: Bárbara Puzzolo

Director: Mario Oscar Kenny

24 de agosto de 2018

Resumen y palabras clave

El presente trabajo tiene por objetivo analizar los motivos por los cuales, en nuestro país, la figura del Fideicomiso Financiero con oferta pública, tan utilizada para financiar el consumo, no resulta atractiva para la inversión productiva.

Si bien en ambos casos el fondeo se obtiene a través de la transferencia de determinados activos ilíquidos capaces de generar un flujo futuro de fondos que constituirá la única fuente de repago de los valores negociables emitidos para captar los excedentes de liquidez, en el Fideicomiso aplicado al sector productivo, la Empresa Fiduciante produce bienes de capital y tituliza los créditos originados en la comercialización de dichos bienes y las personas deudoras revisten la calidad de pequeñas y medianas empresas que los adquieren para producir otros bienes o servicios.

Para abordar la problemática en cuestión, primero se introducirá al lector y a la lectora en los conceptos esenciales, se explicarán los orígenes de la titulización y la forma que adoptó en la Argentina, haciendo hincapié en la participación que la titulización de este tipo de créditos tiene sobre el mercado total. Luego, se enunciarán y describirán detalladamente los pasos necesarios para la organización, estructuración y emisión de un Fideicomiso, a fin de identificar y comprender la participación de los y las diferentes profesionales que intervienen, así como las tareas y responsabilidades a su cargo. Especial atención se pondrá en los honorarios, comisiones, impuestos, intereses y demás conceptos que conforman el costo financiero total. Toda esa teoría se llevará a la práctica a través del análisis de un caso reciente de titulización de créditos originados en la venta de bienes de capital. Por último, se comparará la herramienta con otros instrumentos que ofrece el sistema financiero tanto desde el punto de vista de su estructuración como de los costos asociados, resaltando las ventajas y desventajas de cada uno.

De esta forma, se pretende entender por qué en todos estos años el Fideicomiso no ha logrado posicionarse como un instrumento de financiamiento de la actividad productiva que permitiera promover el crecimiento económico.

Palabras clave: fideicomiso financiero, titulización, securitización.

“Durante siglos, la definición del sujeto relevante no fue hecha por las propias comunidades sino que fue un resorte de poder de quienes desde la teología, la ciencia y el derecho pusieron las reglas que recortaban el estrecho círculo de la ciudadanía. Un círculo que establecían los sujetos hegemónicos alrededor de sí mismos, dejando fuera a todas las mujeres pero también a muchas masculinidades subalternizadas. Un círculo androcéntrico.”

Diana Maffia

Consciente del predominio de los hombres en la industria financiera¹, el presente trabajo propone el uso de un lenguaje no sexista con el fin de promover el reconocimiento de las mujeres que trabajamos en este campo y transitar el camino hacia la igualdad de oportunidades y el pleno desarrollo profesional.

Basta un simple ejemplo para resumir la exclusión que se hace del género femenino especialmente en el mundo de los negocios y las finanzas, nos referimos al Código Civil y Comercial de la Nación, por cierto, reformulado en el año 2014, cuando menciona a “*un buen hombre de negocios*” para referirse a las pautas de actuación de la persona que tiene a su cargo la administración fiduciaria.

Es sabido que la lengua española utiliza el masculino como universal pero también es cierto, tal como menciona Diana Maffia, que dichas reglas fueron pensadas y escritas por teólogos, hombres de la ciencia y del derecho, ámbitos que en el mundo occidental se encontraron totalmente vedados a las mujeres hasta finales del siglo XIX².

¹ Una investigación del CFA Institute Research Foundation que analiza el porcentaje de mujeres miembros del CFA Institute por país, concluye que las mujeres representan menos de uno en cinco CFA® charterholders, resultando en una profesión dominada por los hombres (Adams, 2016).

² Al respecto Palermo (2006), menciona que “el proceso, lento pero ininterrumpido, de acceso “sistemático” de las mujeres a la universidad, estuvo enmarcado en un contexto de crecientes reclamos y de luchas feministas por la igualdad de derechos de ambos sexos, y su inicio puede situarse en el siglo XIX. Comenzó en Estados Unidos, en la década de 1830 (en escuelas médicas exclusivas para mujeres, que no necesariamente dependían de la Universidad), continuó en las décadas siguientes en Europa, comenzando por París, Zurich e Inglaterra y casi siempre con la carrera de Medicina. Este proceso siguió en Italia, España, Bélgica, Dinamarca, Alemania y Rusia, y llegó a América Latina y a Argentina hacia fines del siglo XIX” (p. 14-15).

Suele afirmarse que el lenguaje no discrimina sino el uso que se hace de él. En ese sentido, la lengua española ofrece posibilidades para que no se produzca discriminación de género en el uso del idioma y a ellas hemos recurrido en el presente trabajo a fin de evitar agredir las normas gramaticales vigentes. Esto, además, sin descartar que, más adelante, este trabajo trasgreda nuevas normas, ya que no rechazamos la posibilidad de que el lenguaje se democratice, creando un género neutro³, que finalmente refleje los cambios que han venido sucediendo en los últimos tiempos, con el reconocimiento político de los derechos a la igualdad, autonomía y diversidad⁴.

“Los nombres de carreras, profesiones y cargos se feminizan, sí, pero cuando éstos son de prestigio, hay resistencia a utilizarlos para designar a las mujeres que los ejercen o los desempeñan” (UNESCO, 1999, p. 18).

En base a lo expuesto y con el fin de reconocer el rol de las mujeres en la industria financiera, se han deconstruido con paciencia las palabras (sustantivos, adjetivos, etc.) utilizadas con género masculino en aquellos casos en que el sujeto referido pueda ser también una mujer, evitando caer en la costumbre semántica de generalizar con plurales masculinos que ya no reflejan las realidades actuales, mientras que profundizan las desigualdades, invisibilizan y desvalorizan a la mujer. También nos hemos propuesto no utilizar el sistema de formas dobles separadas por barras, que tanto dificultan la lectura, aunque se han mantenido en algunos casos excepcionales. Por otro lado, las citas y referencias bibliográficas se han mantenido textuales en respeto a sus autores y autoras.

Un análisis particular merecen los vocablos “Fiduciario” y “Fiduciante” que, si bien hacen referencia al género masculino, en el caso del Fideicomiso Financiero

³ Al respecto, Minoldo y Balián (2018) deducen que, de todos los esfuerzos del feminismo por introducir usos más inclusivos de la lengua, la propuesta que parece tener mejor proyección a futuro para ser incorporada sin pelearse demasiado con el sistema lingüístico es el uso de la “e” como vocal para señalar género neutro, ya que va más allá del sistema binario de las barras (varón o mujer), mientras que la “x” al igual que la “@”, plantean un problema fonético importante ya que nadie sabe muy bien cómo deben pronunciarlas.

⁴ Sólo en la Argentina podemos referirnos a la Ley de salud sexual y procreación responsable (2002), Ley de educación sexual integral (2006), Ley de protección integral de las mujeres (2009), Ley de matrimonio igualitario (2010), Ley de identidad de género (2012), entre otras.

con Oferta Pública, sólo pueden ser cumplidos por personas jurídicas, excluyendo a las personas humanas tanto del género masculino como femenino. Al respecto, en el presente trabajo, nos referiremos a la *Entidad/Sociedad/Empresa/Compañía Fiduciante* y a la *Sociedad/Administradora Fiduciaria*, por considerar que reflejan mejor la realidad del instrumento. Distinto es el caso del “Beneficiario” o “Fiduciante-Beneficiario” cuyo rol también puede ser asumido por personas humanas y por tal motivo nos referiremos explícitamente a ambos géneros.

A continuación, se exponen algunos de los términos empleados:

El lector	El lector y la lectora
Los profesionales	Los y las profesionales
Un profesional	Una persona técnica/experta/ profesional
Los distintos profesionales	Los y las profesionales de las distintas áreas
Los ahorristas	Los y las ahorristas
Inversor	Inversionista/persona que invierte
Inversor calificado	Inversor calificado e inversora calificada
Público inversor	Personas que invierten/Los y las inversionistas
Adjudicado	Adjudicado y adjudicada
Los corredores hipotecarios	Las corredoras y los corredores hipotecarios
Emisor	Empresa/Entidad emisora
Tomador de fondos	Empresa tomadora de fondos
Colocador	Entidad colocadora
Underwriter	Entidad underwriter
Los inversores institucionales	Las instituciones inversoras/ instituciones con excedentes de liquidez
Los participantes	Las entidades/empresas/personas participantes – Los y las participantes
Los sujetos	Las personas/entidades
Experto	Persona experta/Entidad con vasta experiencia en la materia
Organizador	Entidad organizadora
Asesor legal, financiero e impositivo	Firma de asesoría/consultoría legal, financiera e impositiva/Personas expertas en asuntos legales, financieros e impositivos.

Contador	Contador y Contadora
Asesor	Asesor y asesora
Auditor Externo	Firma de auditoría externa
Cliente	Cliente y clienta
Buen hombre de negocios	Persona experta en negocios
Matriculado	Con matrícula
Fiduciante	Empresa/Entidad/Sociedad/Persona Fiduciante
Fiduciario	Administradora/Sociedad Fiduciaria
Beneficiario	Beneficiario y Beneficiario
Custodio	Agente de Custodia
Deudor	Deudor y deudora
Terceros	Terceras personas/entidades
Los subcontratantes	Las entidades subcontratadas
Los miembros	Las personas que integran
Empleados	Empleados y empleadas
El regulador / controlador	La CNV/la Comisión/Organismo regulador/Organismo de contralor
Funcionario	El funcionario y la funcionaria
Director financiero	Persona a cargo de la dirección financiera
Gerente Financiero	El o la Gerente del Área Financiera
Director / directores	Persona/s integrante/s del Directorio
Administrador	Entidad administradora
Corredor	Entidad corredora
Denominados	Que se denominan
Multidisciplinarios	De múltiples disciplinas
Suscriptor	Suscriptor y suscriptora
Tenedor	Tenedor y tenedora

Claramente el cuadro deja en evidencia que inicialmente la tesis fue escrita en el lenguaje técnico, de carácter androcéntrico, frecuentemente utilizado por la bibliografía, normas y costumbres tan arraigadas en nuestra sociedad. Sin embargo, transitar su desnaturalización ha sido una oportunidad invaluable de aprendizaje y reflexión.

Índice

Capítulo I. Introducción: conceptos esenciales	1
1. Puntapié inicial	1
2. Fideicomiso y titulización.....	2
3. Origen y evolución de la titulización	5
4. La titulización en Argentina	8
5. Objetivo de la tesis	14
Capítulo II. La Organización.....	15
1. El rol de la Entidad Organizadora	17
2. Otras entidades participantes.....	21
3. Simultaneidad de roles.....	32
Capítulo III. Características esenciales.....	36
1. Activo fideicomitido.....	36
2. Valores fiduciarios	39
3. Mejoras crediticias.....	41
4. Fideicomiso Financiero PyME.....	45
Capítulo IV. Estructuración financiera.	46
1. Selección de la cartera fideicomitada	47
2. Cálculo del Valor Fideicomitado de los créditos	49
3. Determinación del Valor Nominal de los Valores Fiduciarios	51
4. Estimación del flujo teórico de egresos	52
5. Cálculo de los Intereses de los valores de deuda fiduciaria.....	53
6. Cálculo del Impuesto a las Ganancias	54
7. Determinación del saldo neto a pagar a los Beneficiarios y las Beneficiarias	55
8. Estimación del flujo teórico de pago.....	56

9 .	Ajustar la Tasa de Descuento de acuerdo con el rendimiento requerido para los certificados de participación.....	56
10 .	Corroborar que se cumplan las exigencias de los y las inversionistas.....	58
Capítulo V.	Colocación primaria, la tasa de corte.....	58
Capítulo VI.	El costo financiero total.....	65
Capítulo VII.	Aplicación práctica.	74
Capítulo VIII.	Conclusiones.....	116
Capítulo IX.	Bibliografía.....	121

Capítulo I. Introducción: conceptos esenciales

1. Puntapié inicial

Hay quienes sostienen que las crisis y las oportunidades van de la mano y el Fideicomiso Financiero con oferta pública (FFOP) es una prueba de ello.

La crisis del 2001 provocó una desconfianza generalizada en el sistema bancario cuya consecuencia inmediata fue el retiro de los depósitos y por consiguiente una pérdida de liquidez por parte de los bancos. En tal escenario, el gobierno de Fernando de la Rúa, en un intento de evitar una ola de pánico bancario y el colapso del sistema, impuso lo que se denominó *el corralito*, restringiendo la libre disposición de los fondos depositados en plazos fijos, cuentas corrientes y cajas de ahorro, que duró prácticamente un año, hasta diciembre de 2002 (Hernández Viguera, 2015, p. 106).

Al respecto, (Brown, 2006) alerta que

Cuando ocurre una crisis bancaria, la economía real sufre. Se interrumpe el crédito a las empresas y a las familias, por lo tanto, disminuyen las actividades asociadas al crédito: la inversión, la construcción y el consumo de bienes durables. Si los bancos no pueden devolver todos los depósitos y los ahorristas pierden parte de su dinero, entonces también reducirán el consumo. Por lo tanto, si una recesión económica lleva a la quiebra de muchas empresas, y estas quiebras a su vez generan una crisis bancaria, entonces la recesión se profundizará (p. 420).

En la Argentina de ese entonces urgía la necesidad de romper con tal círculo vicioso y para ello, entre otras cosas, había que desarrollar nuevos instrumentos de financiamiento que permitieran asignar los ahorros a la inversión productiva a fin de impulsar el crecimiento y salir de los extensos años de recesión.

En ese contexto, el mercado de capitales, fondeado en buena parte por las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones⁵ (AFJP), resultó el ámbito propicio para acompañar la reactivación económica que comenzó unos años después.

Específicamente, el FFOP, cuya ley y reglamentación tenían unos escasos años de vigencia, rápidamente se convirtió en la herramienta más utilizada por las empresas que buscaban una alternativa de financiamiento no bancario.

En aquel entonces, los Fideicomisos gozaban de importantes ventajas impositivas que permitían abaratar el costo financiero para las empresas y a su vez las personas que invertían se veían resguardadas por mantener un patrimonio separado frente al eventual concurso de la Empresa Fiduciante y/o de la Sociedad Fiduciaria.

No obstante, de las tres actividades asociadas al crédito, los Fideicomisos con Oferta Pública se concentraron en el consumo y los Fideicomisos Privados (sin Oferta Pública) se focalizaron en la construcción, quedando la inversión productiva prácticamente al margen de la herramienta.

2. Fideicomiso y titulización

A lo largo del presente trabajo se emplearán en forma indistinta los términos “Fideicomiso Financiero con oferta pública” y “securitización”, ello por entenderse que ese tipo de Fideicomiso constituye junto con el Fondo Común de Inversión Cerrado de Créditos las únicas⁶ estructuras jurídicas vigentes en la Argentina que pueden utilizarse como vehículos de titulización. No obstante, dado que desde el dictado de la norma⁷ que da origen a ambos instrumentos, no ha habido emisiones de Fondos Comunes Cerrados de Créditos, el Fideicomiso Financiero

⁵ A través de la Ley 24.241 (B.O. 18/10/1993), se creó el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP), que preveía un doble régimen previsional: público o de Reparto y privado o de Capitalización. Dentro de este último funcionaban las AFJP, empresas privadas con fines de lucro, que administraban los aportes jubilatorios a cambio de una comisión. En el 2008, con la sanción de la Ley 26.425 (B.O. 09/12/2008), se restableció el régimen de reparto estatal, eliminándose las AFJPs.

⁶ Marcelo Camerini (2010) incluye a las sociedades anónimas como un tercer vehículo de inversión posible para titular.

⁷ Ley 24.441 sancionada el 22/12/1994.

lidera el mercado constituyéndose en la práctica en el único instrumento utilizado para transformar determinados activos ilíquidos en valores negociables para su negociación en el mercado de capitales y hacerse de esta forma del financiamiento deseado.

También se emplearán en forma indistinta los términos “securitización” y “titulización”, dado que ambos constituyen un neologismo a partir del término en inglés “security” y del castellano “título” respectivamente. Vale recordar que el artículo 2 de la Ley 26.831 de mercado de capitales, define a los “valores negociables” como “títulos valores”, mientras que la traducción al inglés de dicho término es “securities”. Por lo tanto, en el mundo anglosajón se habla de “securitization” para referirse a los “securities” creados a través de este proceso, mientras que en el mundo hispano nos referimos a “titulización” para referirnos a los “títulos” creados por el mismo proceso.

Al respecto, Paolantonio (1994) enfatiza que:

La securitización acentúa la tendencia actual de los mercados financieros a la desintermediación, tal como lo destacamos anteriormente. A diferencia del sistema de financiación indirecta del mercado financiero tradicional, el proceso de securitización o titulización pone en contacto directo a los tomadores de fondos y a los inversores, recortándose así la actuación de los intermediarios, con la consecuente disminución del costo final del endeudamiento (p. 187-188).

En concordancia con lo expuesto, Lepetit (1988) sostiene que:

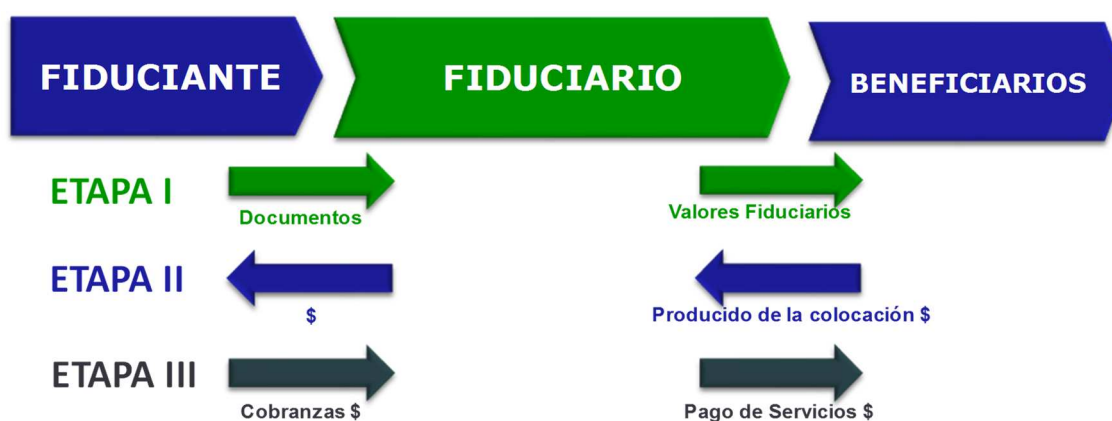
La titulización tiene como consecuencia la desintermediación bancaria; lo que significa que los bancos transfieren a los compradores de los títulos los riesgos de crédito, de tasa de interés, de cambio y de liquidez; riesgos clásicos a los que se adicionan los propios de la complejidad técnica del proceso (citado en Paolantonio, 1994, p. 188).

Es decir que los bancos incorporan la financiación directa (constituyéndose en Fiduciantes) a la tradicional financiación indirecta (entre prestamista-ahorrista y prestatario/a-gastador/a/inversionista)⁸.

Respecto del proceso de titulización, Kenny (2009) propone que:

Comprende tres fases (las dos primeras, fases activas, en punto a la obtención del financiamiento para el fiduciante u originante de los activos, y la última una fase pasiva, relativa al pago a los inversores por la financiación obtenida): (i) la primera comprende la transferencia pro soluto de los bienes al patrimonio especial o vehículo (en nuestra legislación el Fideicomiso Financiero), (ii) la segunda, la obtención por el adquiriente o cesionario de los activos (el Fiduciario) de los recursos necesarios para pagar su adquisición para el vehículo, mediante la emisión y colocación en el mercado de los valores fiduciarios; y (iii) la última, la administración de los bienes titulizados a fin de aplicar las cobranzas bajo los mismos al pago de los servicios bajo los valores fiduciarios (p. 11).

El gráfico que se expone a continuación muestra cómo las tres etapas del proceso de titulización descritas por Kenny (2009), cuadran perfectamente con el Fideicomiso Financiero con oferta pública:



⁸ Los bancos también pueden asumir el rol de Fiduciarios y de beneficiarios.

3. Origen y evolución de la titulización

Definida la titulización y conocidos sus efectos sobre la financiación, debemos remontarnos a los años posteriores a la gran depresión del 29', otra crisis con oportunidades para este instrumento.

La titulización nace en EEUU como consecuencia de la crisis, que había provocado una caída drástica en el otorgamiento de créditos para la vivienda. De esta forma se crean las Government Sponsored Enterprise (GSEs), agencias patrocinadas por el gobierno para otorgarle liquidez al mercado hipotecario. La primera en crearse fue la Federal National Mortgage Association (FNMA ó Fannie Mae), en 1938. Treinta años más tarde, en 1968, el Congreso dividió a Fannie Mae en dos organizaciones: la existente Fannie Mae y la Government National Mortgage Association (GNMA ó Ginnie Mae), a la cual se le concedió el uso pleno del crédito del gobierno para promover el mercado hipotecario. Dos años después, en 1970, el Congreso creó la Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC ó Freddie Mac) y autorizó a Fannie Mae para que junto con Freddie Mac promuevan tanto el apoyo de hipotecas aseguradas por las agencias gubernamentales como hipotecas convencionales.

Aun cuando Fannie Mae y Freddie Mac eran usualmente conocidas como agencias del gobierno federal, ambas se acercaban más a la categoría de sociedades privadas: sin ventajas o privilegios impositivos y sus acciones cotizaban en el mercado de valores de Nueva York, a diferencia de Ginnie Mae que sí contaba con garantía plena del Gobierno (Paolantonio, 1994).

La titulización logró su expansión a partir de la década de 1980, a través de la emisión de los denominados agency pass-through securities (títulos emitidos por Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae). A tal operatoria, se sumaron los conventional mortgages o private label pass-through securities emitidos por las entidades financieras para titular hipotecas sin garantía (implícita o explícita) del gobierno e inclusive sin satisfacer las pautas de otorgamiento exigidas por las primeras. A diferencia de las primeras, las emisiones "privadas" deben contar con calificación de riesgo y deben registrarse en la Securities and Exchange Commission (SEC).

En la Argentina, la titulización tiene sus orígenes con el dictado de la Ley 24.083 (B.O. 18/06/1992) de Fondos Comunes de Inversión, específicamente a través de los Fondos Comunes Cerrados de Créditos (FCCDC).

Sin embargo, su aplicación práctica recién comienza con el dictado de la Ley 24.441 (B.O.16/01/1995) de Financiamiento de la vivienda y la construcción y su posterior reglamentación por la Comisión Nacional de Valores (CNV) a través de la Resolución 271/95⁹, cuyo principal objetivo era la titulización de créditos hipotecarios.

Recuerda Gómez de la Lastra (2003) que:

En los primeros años de la década de los años 90, con la apertura de la economía y el advenimiento del fenómeno de la globalización, comenzaron a incorporarse al orden jurídico argentino ciertas figuras propias del mundo anglosajón. Básicamente el fenómeno se dio con más fuerza en el ámbito del mercado de capitales argentino, a través de la oferta pública de valores negociables. Puntualmente se requería en ese mercado una figura similar al “trust” para utilizarla en la “titulización” o “securitización” de activos puramente financieros, tales como hipotecas, prendas, créditos, etc. (p. 23-24)

Resulta inevitable mencionar que las securitizaciones de créditos hipotecarios jugaron un rol protagónico en la crisis financiera internacional, que llevó a la caída, entre otras, de los dos gigantes del financiamiento hipotecario: Fannie Mae y Freddie Mac.

La burbuja comienza a gestarse a finales de la década de los 90', cuando Wall Street expande la titulización de hipotecas en forma privada, es decir, sin la intervención de las GSEs. De esta forma, los bancos de inversión fueron ganando terreno en la actividad, obligando a Freddie Mac y Fannie Mae a flexibilizar los criterios de otorgamiento de créditos con el fin de recuperar el mercado que habían perdido. Sumado a ello, el mercado inmobiliario estaba atravesando una tendencia alcista de precios motivada por muy bajas tasas de interés, que incentivaba la compra financiada por la expectativa de que los

⁹ Actualmente derogada por las Normas de la CNV (T.O. 2013).

precios siguieran subiendo. Todo ello, junto con una débil regulación financiera, derivó en el otorgamiento de hipotecas residenciales de baja calidad y alto riesgo (subprime) a tasas preferenciales para los dos o tres primeros años (hipotecas 2-28 o 3-27), con la confianza de que al poco tiempo se refinanciarían a valores más altos que permitirían cancelar la hipoteca anterior y obtener una nueva en mejores condiciones, la cual se securitizaría generando nuevas comisiones. También se desarrollaron productos sintéticos¹⁰ de las securitizaciones negociados en los mercados financieros internacionales, extendiendo los impactos negativos de la crisis a todo el mundo, deteriorando los balances de los bancos.

Frederic S. Mishkin (2014) enumera tres factores centrales que dispararon la crisis financiera global de 2007 a 2009: a) **la innovación financiera en los mercados hipotecarios** producto del mejoramiento en la tecnología y de nuevas técnicas estadísticas, permitió evaluar fácilmente el riesgo de incumplimiento mediante computadoras, lo cual desplazó a los bancos en el otorgamiento de préstamos promoviendo que las corporaciones vendieran sus bonos directamente al público; b) **problemas de agencia en los mercados hipotecarios** ya que se convirtió en un negocio de comisiones (originar para distribuir), donde las corredoras y los corredores hipotecarios actuaban como intermediarios generando negocios sin tener en cuenta los mejores intereses de los y las inversionistas; y c) **información asimétrica y agencias calificadoras de crédito** cuyos ingresos se incrementaban en la medida que aumentaba el número de estructuraciones financieras perdiendo todo incentivo para asegurar que sus calificaciones fueran precisas.

En el punto máximo de la crisis, el domingo 7 de septiembre del 2008 el Secretario del Tesoro de EE. UU.¹¹, anunció la nacionalización de las GSEs, fundando su decisión en los mismos motivos por los cuales se habían constituido. Ambas entidades (Fannie Mae y Freddie Mac) tenían por objeto

¹⁰ Se refiere a la titulización de títulos emitidos como consecuencia de una titulización previa de créditos hipotecarios.

¹¹ Statement by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Treasury and Federal Housing Finance Agency Action to Protect Financial Markets and Taxpayers. (2008).

exclusivo el mercado hipotecario, lo cual aumentaba su exposición a los efectos adversos de la crisis respecto de las otras instituciones financieras y por sobre todo para no detener el financiamiento hipotecario. De hecho, una semana después, el gobierno “deja caer” al cuarto banco de inversión más grande de EE. UU., Lehman Brothers, mientras que Merrill Lynch, el tercer banco de inversión más grande, debió ser absorbido por el Bank of América y el gigante de seguros AIG, que había negociado CDS¹² sobre los valores respaldados con hipotecas subprime, recibió un rescate de la Reserva Federal.

No obstante, coincidimos con Paolantonio (2010), que “el problema, como tantas veces ocurre en crisis financieras, no se debe a características intrínsecas del instrumento financiero, sino a errores humanos en su utilización” (p. 188).

4. La titulización en Argentina

A diferencia de la experiencia norteamericana, donde la mayor parte de los títulos respaldados por activos están garantizados por hipotecas (Mortgage Backed Securities – MBS), en nuestro país el financiamiento estructurado creció de la mano de la titulización de créditos de corto plazo (Asset Backed Securities – ABS): préstamos personales y de consumo, créditos por consumos de tarjeta de crédito y en menor medida por prendas sobre automotores, préstamos comerciales instrumentados en cheques de pago diferido y contratos de leasing, entre otros.

Muchas veces el mero dictado de una norma no resulta suficiente para que se desarrolle el propósito buscado en la misma. De hecho, eso fue lo que sucedió en la Argentina con los objetivos planteados inicialmente por la Ley de Fideicomiso, que recordemos adquirió el nombre de Ley de financiamiento de la vivienda y de la construcción, hoy prácticamente derogada a partir de su incorporación al Código Civil y Comercial de la Nación¹³ (CCC).

¹² Abreviación de Credit Default Swap, instrumento que tiene por objeto asegurar el riesgo de incumplimiento.

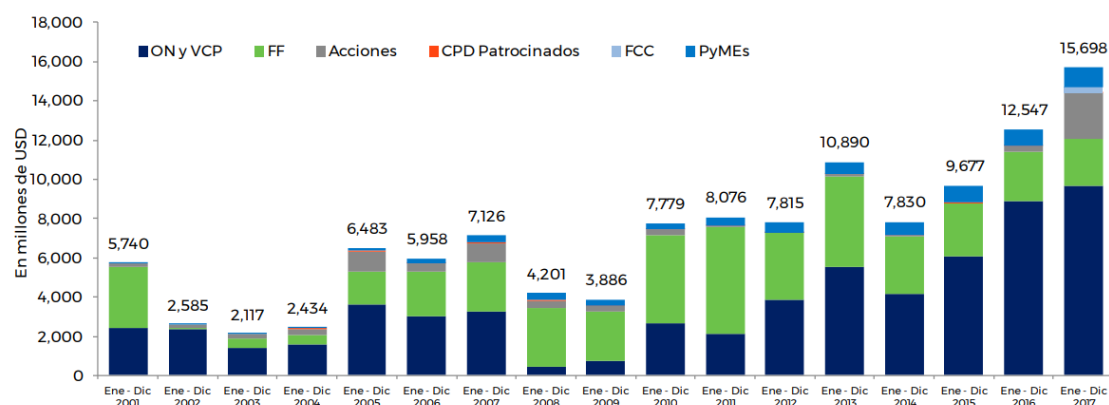
¹³ Luego de 20 años del dictado de la Ley 24.441, en agosto de 2015 entra en vigor el nuevo Código Civil y Comercial de la Nación y gran parte del articulado de la citada ley queda derogado. Desde entonces el

En ese sentido, Kenny (2002) recuerda que, en octubre de 1996, Frávega S.A. por intermedio del Banco Sáenz S.A., obtiene por primera vez financiamiento a través de la titulización de créditos personales vinculados a la compra de electrodomésticos.

A continuación, veremos que, tal tendencia adquirirá mayor ritmo luego del 2003, impulsada por una política económica que promovía las compras de bienes y servicios por parte de los hogares, es decir, el consumo.

De todas las alternativas de financiamiento que ofrecía el mercado de capitales, el Fideicomiso Financiero, fortalecido por haber sorteado la crisis del 2001/2002, rápidamente pasó a convertirse en la figura más elegida por las entidades emisoras y los y las inversionistas, superando a partir del 2008 ampliamente las emisiones de obligaciones negociables y más aún las de acciones. Tal tendencia se revirtió en los últimos años, cuando volvieron a adquirir preponderancia las emisiones de deuda, predominio que se mantiene hasta el presente (Gráfico II.1).

Gráfico II.1. Financiamiento a través del mercado de capitales (Mill de USD) - período 2001-2017



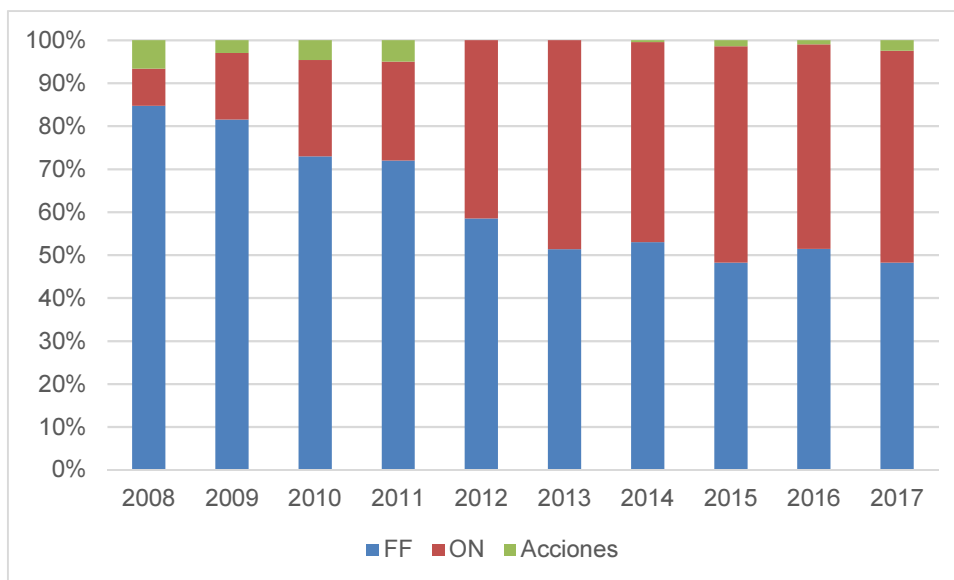
Fuente: IAMC – Informe anual 2017.

Si nos concentramos en la última década, podemos dividirla en dos etapas, la primera mitad, donde la cantidad de Fideicomisos emitidos superó ampliamente a las obligaciones negociables y la segunda, donde se igualan las cantidades

Fideicomiso, pasa a estar regulado en el Libro Tercero – Derechos Personales, Título IV – Contratos en particular, artículos 1666 a 1707 del CCC.

emitidas en uno y otro instrumento. Por su parte, las emisiones de acciones fueron prácticamente nulas durante todo el período bajo análisis (Gráfico II.2).

Gráfico II.2. Mercado de capitales argentino: participación de cada instrumento por cantidad de emisiones - período 2008-2017



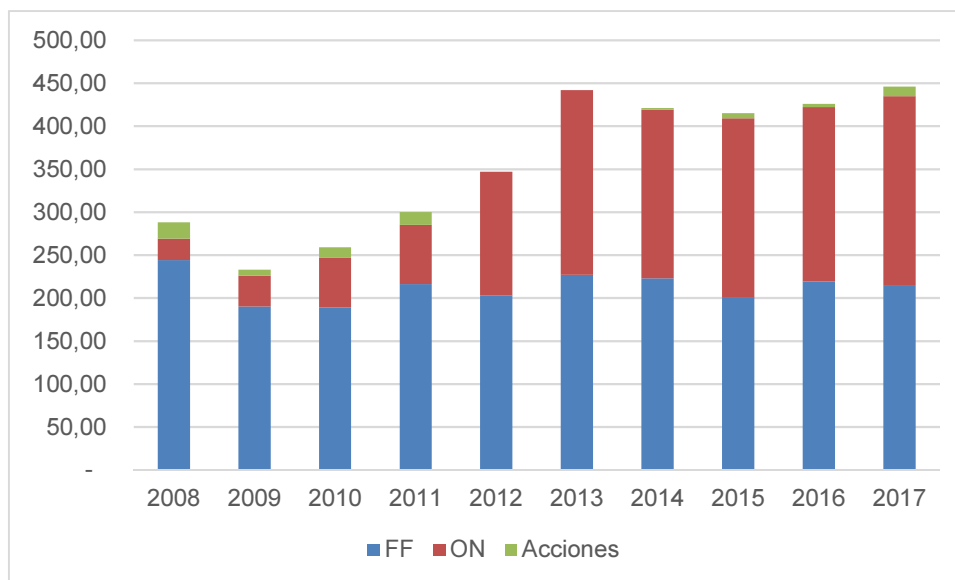
Fuente: elaboración propia, en base a datos de la CNV, Informe mensual de financiamiento en el mercado de capitales.

Otro dato interesante que revelan las estadísticas está dado por el crecimiento de la cantidad de emisiones de obligaciones negociables por un lado y el estancamiento de las titulizaciones por el otro. Mientras que en los últimos diez años la cantidad de emisiones de obligaciones negociables creció un 780%, la cantidad de Fideicomisos Financieros emitidos se mantuvo estable, con un promedio de 214 emisiones por año, con un techo de 244 emisiones registrado en el 2008 y un piso de 189 emisiones en el año 2010 (Gráfico II.3).

Tal estabilidad podría explicarse principalmente por tres motivos a saber: a) la nómina de profesionales de la Comisión Nacional de Valores con capacidad para analizar una limitada cantidad de expedientes en un plazo determinado, b) el cupo máximo alcanzado por las empresas argentinas con capacidad de titulización, o c) la abundancia de financiamiento alternativo de las empresas participantes. Sin ahondar en el tema, existen sobradas razones para pensar que la primera alternativa argumenta tales números, aunque en los últimos meses se

ha registrado un mayor dinamismo en la autorización de la oferta pública que esperamos se refleje en las próximas estadísticas.

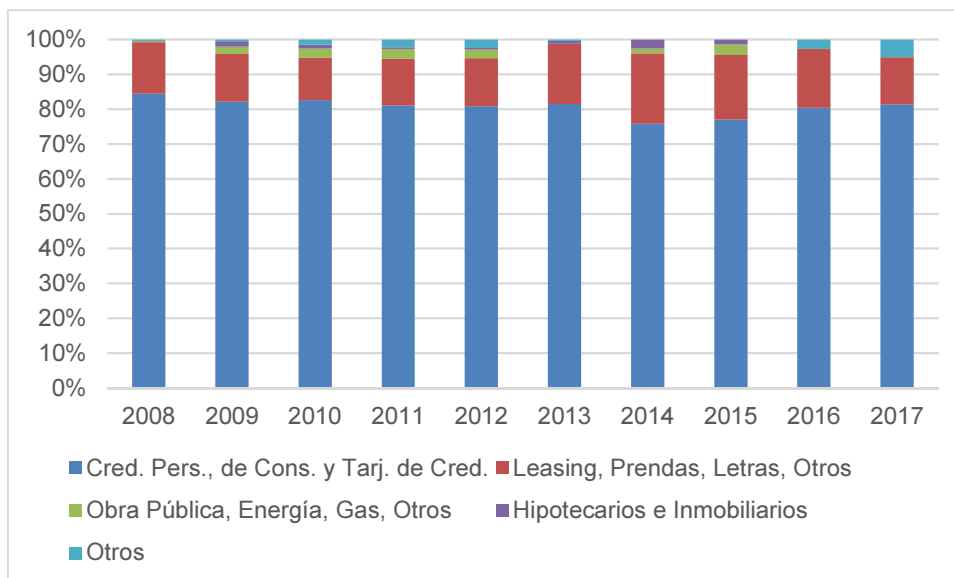
Gráfico II.3. Mercado de capitales argentino: cantidad de emisiones por instrumento período 2008-2017



Fuente: elaboración propia, en base a datos de la CNV, Informe mensual de financiamiento en el mercado de capitales.

Del conjunto del financiamiento obtenido durante los últimos 10 años mediante la emisión de Fideicomisos Financieros con Oferta Pública, las securtizaciones de créditos personales, de consumo y cupones de tarjeta de crédito, mantuvieron su participación en torno al 80%, mientras que los créditos comerciales otorgados a través de contratos de leasing, prendas y facturas, entre otros, apenas alcanzó el 16% de las emisiones totales. Todavía más relegadas quedan las emisiones de Fideicomisos para el financiamiento de obras de infraestructura, energía eléctrica, gas, inmobiliarios y otros que, si bien alcanzan montos muy significativos, se trata de outliers que no han logrado mantenerse a lo largo del tiempo y en conjunto reúnen el 4% restante (Gráfico II.3.).

Gráfico II.3. Titulizaciones: participación por activo titulado en la cantidad de emisiones período 2008-2017



Fuente: elaboración propia, en base a datos de la CNV, Informe mensual de financiamiento en el mercado de capitales.

Para poner los gráficos en palabras a continuación enumeraremos cada uno de los componentes¹⁴ que predominan en las estructuraciones de Fideicomisos Financieros con Oferta Pública en nuestro país:

Empresas tomadoras de fondos: principalmente las propulsoras del consumo, es decir, las grandes cadenas de electrodomésticos, las emisoras de tarjetas de crédito, las cooperativas de créditos, las mutuales que otorgan ayudas económicas y las entidades financieras, en segunda medida, las empresas que otorgan créditos comerciales y en último lugar, el Estado.

Activos: más del 80% de las emisiones titulizan créditos personales instrumentados en pagarés y cupones de tarjetas de crédito y el resto se utiliza para dar liquidez a créditos prendarios, contratos de leasing, derechos de cobro, entre otros.

Valores Negociables: fundamentalmente se emiten dos o tres clases de valores de deuda fiduciaria y un certificado de participación subordinado al resto, de alto

¹⁴ Rogamos a aquellas personas ansiosas, a no preocuparse por los términos o conceptos desconocidos, que en los próximos Capítulos los abordaremos en detalle acompañados de ejemplos prácticos.

riesgo y compleja colocación entre los y las inversionistas con una calificación por debajo del grado de inversión.

Tasa de interés: en la mayoría de los casos, los títulos de deuda devengan una tasa variable equivalente a la tasa Badlar¹⁵ más determinados puntos básicos, con un mínimo y un máximo.

Plazo: tanto por las preferencias de las y los inversionistas como por las características de las carteras de créditos al consumo (cuotas a 12 a 48 meses), los valores de deuda fiduciaria y especialmente el título senior tienen un vencimiento inferior al año.

Moneda de emisión: predomina el peso argentino.

Administradoras Fiduciarias: los negocios fiduciarios se reparten entre no más de quince bancos y sociedades anónimas especialmente autorizadas por la CNV. Sin embargo, el 80% del mercado está distribuido entre dos o tres Administradoras Fiduciarias.

Entidades Colocadoras/Underwriters: participan Bancos y personas jurídicas registradas ante la CNV para desarrollar canales de colocación y distribución de los valores negociables.

Método de colocación: se utiliza la subasta holandesa modificada.

Inversionistas: fundamentalmente se trata de instituciones (bancos, fondos comunes de inversión, compañías de seguro, cajas previsionales), en menor medida de empresas privadas y por último encontramos inversionistas retail.

Según lo expuesto, puede concluirse que la titulización de créditos a través del Fideicomiso Financiero con oferta pública se ha desarrollado en el mercado argentino bajo determinadas particularidades propias del país, especialmente

¹⁵ Significa Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate. Es una tasa calculada en forma diaria por el BCRA en base a una muestra de las tasas de interés que los bancos privados de Capital Federal y Gran Buenos Aires pagan a los y las ahorristas por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días y de más de un millón de pesos.

como instrumento para canalizar los fondos de las instituciones inversoras hacia la compra financiada de bienes y servicios del hogar en cuotas a corto plazo.

5. Objetivo de la tesis

Conocido el origen y la evolución del FFOP, así como las características particulares que ha ido adquiriendo a lo largo de sus relativamente acotados años de existencia, es intención del presente trabajo analizar los motivos por los cuales resulta tan reducida su utilización en el financiamiento de la actividad productiva.

A tal fin, se establece como principal hipótesis los altos costos asociados a la constitución y funcionamiento del Fideicomiso en comparación con otras alternativas de financiamiento ya sea bancario o del mercado de capitales.

Con el paso de los años, los organismos reguladores han percibido la transcendencia económico-social alcanzada por tal novedosa herramienta y han emitido numerosas normas que impactaron directamente en la actividad fiduciaria, entre ellas el Decreto PEN 1207/08 que eliminó los beneficios impositivos que gozaban en el impuesto a las ganancias los Fideicomisos Financieros con Oferta Pública, la Resolución General CNV 555/09 que estableció mayores controles para las entidades participantes en la estructuración de los Fideicomisos Financieros, la Resolución UIF 140/12 que reguló a las personas fiduciarias como responsables frente a la UIF, la Resolución General AFIP 3312/12 que también les fijó un exhaustivo régimen informativo y la Comunicación A 5496/13 del BCRA que obligó a las entidades financieras a contar con información sobre la composición de las carteras de activos de los Fideicomisos en los cuales vayan a invertir.

Sin embargo, la lista no se agota en la enumeración anterior y continuamente surgen nuevas exigencias. Por tal motivo, resulta importante poner en claro sobre oscuro, cuáles son hoy por hoy, todos los costos que indefectiblemente deben afrontarse a fin de estructurar un FFOP y en consecuencia conocer a ciencia cierta el costo financiero total para la Empresa Fiduciante.

Transcurridos veintidós años desde la emisión del primer FFOP y sorteados los diferentes escollos, no existen dudas respecto de la factibilidad técnica y legal del instrumento. Ahora bien, desde el punto de vista económico, ¿continúa siendo una herramienta financiera competitiva?

A través del análisis de las diferentes exigencias legales, impositivas, contables y de mercado y del impacto que las mismas tienen en los costos de estructuración, el presente trabajo intentará revelar la factibilidad económica del Fideicomiso Financiero aplicado a la actividad productiva.

Con ese propósito, en los Capítulos II a V se abordarán todas y cada una de las tareas necesarias para la organización, estructuración y colocación de un FFOP. Tal descripción no pretende otra cosa que desenmascarar los costos involucrados en cada una de las etapas comentadas para luego sí, en los Capítulos VI a VIII, explicar el método de cálculo del costo financiero total a través del análisis de un caso práctico y finalmente buscaremos entender por qué ha sido tan limitado el desarrollo del Fideicomiso para financiar la actividad productiva en la Argentina.

Capítulo II. La Organización.

Hasta el presente se ha hecho referencia a los FFOP como una alternativa de financiamiento a través del mercado de capitales. No obstante, la simple necesidad de fondeo de una empresa no resulta suficiente para emprender el largo camino que demanda una primera emisión.

Tampoco debe pensarse la herramienta como una emisión por única vez (one shot) ni en reemplazo del financiamiento bancario. Más bien debe formar parte de un plan estratégico a mediano y largo plazo de la empresa que contribuya a su profesionalización, incremento de su actividad, planificación comercial y al posicionamiento de su marca.

Tal como se verá más adelante, en los FFOP la empresa tomadora de fondos asume un rol más bien pasivo, si se lo compara con cualquier emisión dentro de la hoja de balance, tales como obligaciones negociables y acciones, ya que el

régimen informativo recae sobre la Sociedad Fiduciaria en su carácter de emisora y responsable ante la CNV. Por tal motivo el Fideicomiso constituye una buena escuela para quien planifique emitir obligaciones negociables o por qué no abrir su capital en el mediano plazo.

De este modo, la empresa adquiere experiencia respecto de los procesos involucrados en la emisión de valores negociables con oferta pública, especialmente en el hecho de hacer pública determinada información, así como tener entrevistas con los y las analistas de la calificadora de riesgo, la interacción de profesionales de distintas disciplinas, los tiempos y la metodología de trabajo del órgano de contralor, entre otros.

En una primera emisión, el diseño de la estructura financiera, la contratación de las entidades participantes, la redacción de los documentos, el análisis de la calificadora de riesgo, la selección de las entidades underwriters y la aprobación por el Directorio de CNV, resultan indefectiblemente en plazos más extensos, con costos más elevados de las entidades participantes y por sobre todo, en mayores esfuerzos de colocación respecto de las sucesivas series a emitir.

Muchas veces, en las primeras series se convoca en forma previa a la colocación a las principales instituciones inversoras a una reunión informativa (road-show), para exponer las características principales de la empresa y de la estructura. No obstante, el mayor riesgo asociado a la inexistencia de un registro del comportamiento histórico de la cartera (track record) y al probable desconocimiento de la empresa por parte de los y las inversionistas, derivan en una mayor tasa de corte.

El posicionamiento de la marca se refiere al prestigio o “sello de calidad” que otorga la participación de las empresas en el mercado de capitales. Si bien tal condición no se traduce directamente en un menor costo financiero, resultan frecuentes las mejores condiciones financieras ofrecidas por los bancos al tomar conocimiento de tal hecho.

Adicionalmente, el carácter novedoso de la herramienta, en muchos casos, provoca el eco de la noticia en diferentes medios de comunicación generando una publicidad indirecta de la compañía.

En consecuencia, una vez identificada la empresa con necesidades financieras, un plan estratégico que abarque los cuatro objetivos comentados y activos generadores de un flujo de fondos futuro por un monto y plazo que justifique la titulación, comienza el proceso de organización del FFOP.

Dependiendo del grado de conocimiento que tenga la empresa sobre la herramienta en cuestión, será ésta quien tome la iniciativa para su organización, o bien, lo que sucede en la gran mayoría de los casos, que resulta ser el asesor o asesora de confianza quien, conociendo la compañía y las distintas alternativas de financiamiento, encuentra que están todas las condiciones dadas para la emisión de un FFOP.

1. El rol de la Entidad Organizadora

Las normas de la CNV definen a la Entidad Organizadora¹⁶ como aquella persona humana o jurídica designada por la emisora para realizar actividades de coordinación de los y las participantes en la transacción, gestión de la oferta pública ante las autoridades correspondientes y diseño de la estructura financiera de la emisión, así como cualquier otra actividad que tenga por finalidad llevar adelante el ofrecimiento de valores negociables mediante el procedimiento de oferta pública, con arreglo a lo dispuesto en la Ley N° 26.831 y su reglamentación.

Vale aclarar que en los FFOP se disocia a la emisora de los valores fiduciarios, que generalmente es la Sociedad Fiduciaria, con la tomadora de los fondos que es la Empresa Fiduciante. Por lo tanto, en estos casos, la Entidad Organizadora es designada por la Empresa Fiduciante y su rol no siempre está asociado a la coordinación de las tareas, sino que en algunas ocasiones se le reconoce tal nombramiento a la persona que primero detectó la necesidad, es decir quien propone el negocio, o quien en definitiva cuenta con los fondos para prefinanciar o suscribir gran parte de los títulos emitidos. Sin embargo, la designación de una entidad con vasta experiencia en la materia y que efectivamente asuma la organización de todos los procesos resulta fundamental para el éxito de la

¹⁶ Título XVI – Disposiciones Generales – Definición y alcance de términos – Art 1 inc g, TO CNV 2013

emisión, sobre todo, porque como se verá más adelante, el FFOP conlleva la acción interdisciplinaria de diferentes profesionales y la consecución de varias tareas que deben estar perfectamente cronometradas. Por ese motivo, se sugiere que, en estos casos, se designen co-entidades colocadoras y que una o varias de ellas también asuma la coordinación general de todos los procesos necesarios para la estructuración y colocación del FFOP.

Dicha tarea implica ni más ni menos que la contratación de todas las empresas participantes, la constitución del Fideicomiso, el análisis de los activos a fideicomitir, la interacción con las personas expertas en asuntos legales, financieros e impositivos en la redacción del Suplemento de prospecto, los procesos de calificación de los valores fiduciarios juntamente con la Sociedad Calificadora de Riesgo, la autorización de la Oferta Pública y listado por parte de la Comisión Nacional de Valores y los Mercados donde se determine listar los títulos y velar porque todas las entidades colocadoras designadas hagan los mayores esfuerzos que estén a su alcance para garantizar el éxito de la colocación. Fundamentalmente, tratándose de entidades participantes con mucha experiencia y varias estructuraciones en simultáneo, su principal tarea consiste en promover y articular la participación de los y las profesionales de las distintas áreas a fin de que se respeten las fechas inicialmente previstas en el cronograma y de esta forma colocar los valores fiduciarios en el plazo acordado con la Empresa Fiduciante de acuerdo con sus necesidades financieras.

El proceso de organización de un FFOP puede sintetizarse en los siguientes cinco pasos:

1. Factibilidad legal, contable e impositiva: consiste en el análisis de los asesores y las asesoras legales tanto sobre la validez y licitud de los activos a ceder como de la cesión en sí misma; de las contadoras y los contadores respecto de si efectivamente se trata de un financiamiento fuera de la hoja del balance¹⁷ y sus implicancias contables; mientras que las asesoras y los asesores impositivos cuantificarán el efecto de los distintos tributos en el costo de financiamiento. Si

¹⁷ Como se verá en el Capítulo III.1, este tema adquiere especial relevancia cuando la Empresa Fiduciante lleva su contabilidad de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financieras (NIIF).

bien estos análisis resultan fundamentales y constituyen el puntapié inicial para avanzar con las siguientes etapas, a menos que se plantee un esquema completamente novedoso sin ningún antecedente similar, el camino se encuentra bastante allanado considerando que existen más de 2.700 experiencias ya probadas en el mercado de capitales argentino.

2. Características principales de la emisión: con el objetivo de simplificar la explicación, análisis y cotización por parte del resto de las entidades participantes, resulta recomendable que la Entidad Organizadora realice una presentación (two pages) que describa las principales características propuestas: la Empresa Fiduciante, programa global, monto estimado, moneda de emisión, tipo de activo, documentos respaldatorios, garantías adicionales, necesidad de prefinanciamiento, mercados donde listará, fecha estimativa de salida a oferta pública, todo ello, acompañado de un esquema gráfico.

3. Contratación de las entidades participantes: si bien en comparación con la emisión de obligaciones negociables y acciones, el Fideicomiso resulta más sencillo por cuanto el régimen informativo recae en la Sociedad Fiduciaria, sin mayores exigencias para la empresa tomadora de fondos (Fiduciante), su organización resulta muy compleja por la cantidad de participantes que intervienen. En esta instancia, resulta fundamental la contratación de la Sociedad Fiduciaria, Calificadora de Riesgo, Entidad Colocadora y las personas expertas en asuntos legales, financieros e impositivos. En una segunda etapa, se contratará al Agente de Control y Revisión y las Entidades Underwriters en caso de corresponder. Por último, se contratará los servicios de la firma de auditoría externa de los Estados Contables Fiduciarios.

4. Armado del Cronograma: aceptadas todas las propuestas, corresponde a la Entidad Organizadora poner a disposición del resto de los y las profesionales un cronograma con el detalle de las tareas, los plazos máximos para concretarlas y las personas designadas para su ejecución a fin de obtener la aprobación de oferta pública y la colocación de los valores fiduciarios en los términos acordados. Una vez consensuado el documento con todo el grupo de trabajo, se deberá realizar un seguimiento cercano evitando la dilatación de plazos innecesaria.

5. Seguimiento y control: la tarea de la Entidad Organizadora no se limita a distribuir las responsabilidades a cargo de cada participante, sino que debe involucrarse en cada proceso asegurando el armado de una estructura sólida y confiable para el y la inversionista y económicamente rentable para la Empresa Fiduciante. Claramente ambos objetivos se contraponen, cuanto más segura la estructura, mayores mejoras crediticias serán requeridas, las cuales incrementan el costo de financiamiento para la Fiduciante. El rol de la Entidad Organizadora es clave para lograr el equilibrio que asegure la continuidad de la empresa en el mercado de capitales.

Si bien hasta aquí no se ha abordado el tema costos, vale la pena adelantarnos algunos capítulos y mencionar que resulta económicamente inviable organizar un FFOP si la empresa efectivamente no cuenta con un plan estratégico de mediano a largo plazo que contribuya a su profesionalización, al incremento de su actividad a través del apalancamiento que brinda la titulización de activos, al diseño de un plan comercial que prevea volcar los fondos obtenidos en las sucesivas emisiones y por último, una mayor exposición de la compañía fruto de la información que se publica en los suplementos de prospecto y las reuniones con las potenciales instituciones inversoras (road-show).

Un mal diagnóstico y/o asesoramiento, no sólo perjudica a la Empresa Fiduciante sino también al resto de las entidades participantes que en su mayoría condicionan el cobro de un porcentaje de sus honorarios al éxito de la emisión, que confiadas en la buena labor de la Entidad Organizadora, aceptan la propuesta y a mitad de camino se encuentran que la compañía no cuenta con la capacidad para originar los activos a ceder o que los tiempos de respuesta a los requerimientos de información exceden los plazos anunciados y la transacción que inicialmente estaba prevista colocarse en 4 o 6 meses, se extiende otros 6 meses más o en el peor de los casos nunca llega al mercado. Tampoco corresponde crear falsas expectativas en los funcionarios y funcionarias de la Empresa Fiduciante y prometer plazos imposibles de cumplir. En tal situación, es muy probable que se frustren, despotriquen contra la herramienta y resuelvan no emitir una nueva serie. Vale reiterar que las emisiones one shot no resultan rentables para nadie. La gran cantidad de horas que la Entidad Organizadora, la Sociedad Fiduciaria, y las Firmas de Asesoría Legal y Financiera afectan para la

puesta en marcha de un Fideicomiso, muchas veces recién encuentran un margen de ganancia a partir de la segunda o tercera serie de una misma compañía.

Por ello, resulta fundamental que la Entidad Organizadora base su asesoramiento en un cabal conocimiento tanto de la compañía como de la herramienta y no únicamente en su afán de sumar una estrella (tombstone) más a su trayectoria profesional.

2. Otras entidades participantes

De acuerdo a lo previsto en el CCC, en los Fideicomisos Financieros interviene una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV, denominada Administradora Fiduciaria o Sociedad Fiduciaria, una empresa denominada Fiduciante y las personas que invierten, que se denominan Beneficiarios y Beneficiarias. Adicionalmente, interviene una amplia gama de profesionales de múltiples disciplinas (derecho, finanzas, impuestos, auditoría, etc) que trabajan en pos del éxito de la estructura. Algunas de las entidades participantes, son exigidas por la CNV, otorgándole un rol de control sobre la Sociedad Fiduciaria (auditoría externa, agente de control y revisión y comisión fiscalizadora) y otras, si bien no surgen de una norma, el mercado las exige a fin de darle forma al Fideicomiso y despertar la confianza de las instituciones inversoras (calificadora de riesgo y firmas de asesoría legal, financiera e impositiva).

Tratándose de valores negociables con oferta pública, es imprescindible la designación de una o varias entidades colocadoras, las cuales en la mayoría de los casos también adelantan el precio de la colocación a través de la suscripción de contratos de underwriting.

A continuación, se describe sucintamente las principales tareas a cargo de cada entidad participante:

Obligatorias	Administradora Fiduciaria, Empresa Fiduciante y Beneficiarios/as
	Agente de control y revisión (Normas CNV – Art 27 y 28)
	Auditoría Externa
	Entidad Colocadora
Opcionales	Entidad Organizadora
	Asesoría Financiera
	Asesoría Legal
	Asesoría Impositiva
	Agente de cobro distinto de la Administradora Fiduciaria
	Calificadora de Riesgo
	Entidad Underwriter

Sociedad Fiduciaria: administra los activos que le sean cedidos en propiedad fiduciaria con la prudencia y diligencia de una persona experta en negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en ella, conforme el CCC y las normas de la CNV. Entre dichas tareas se pueden mencionar: la adquisición en propiedad fiduciaria de los activos, la ejecución de los actos tendientes a cumplir con los objetivos del Fideicomiso, la defensa del patrimonio fideicomitado, la emisión de los títulos valores fiduciarios a ser colocados por las Entidades Colocadoras, tramitar la autorización de Oferta Pública y listado y velar por su mantenimiento, la transferencia de los bienes fideicomitados al término del Fideicomiso o en las oportunidades que el contrato lo indique, la confección de los estados contables trimestrales y anuales, el cumplimiento del régimen informativo establecido por la CNV, las liquidaciones impositivas y el cálculo, publicación y pago de servicios a los Beneficiarios y las Beneficiarias, entre otras¹⁸.

Agente de Control y Revisión (ACyR): las normas de CNV exigen que tal función sea desempeñada por un contador o contadora independiente con matrícula en el Consejo Profesional respectivo con una antigüedad no inferior a cinco años,

¹⁸ Kenny (2009) diferencia la administración fiduciaria pura (a cargo del Fiduciario) del gerenciamiento económico-empresarial del negocio subyacente (a cargo del administrador de los créditos), que involucra la gestión activa de los bienes fideicomitados a fin de obtener el resultado económico buscado con la constitución del fideicomiso y colocación de los valores fiduciarios.

quien elaborará un informe inicial sobre la cartera cedida e informes mensuales sobre el desenvolvimiento financiero del Fideicomiso durante su desarrollo.

Auditoría Externa / Comisión Fiscalizadora: a fin de dar cumplimiento al Régimen Informativo exigido por la CNV, la Sociedad Fiduciaria debe presentar Balances trimestrales dentro de los 42 días de finalizado el período y anuales dentro de los 70 días de finalizado el ejercicio, por cada uno de los Fideicomisos bajo administración, los cuales deben contar con informe de auditoría. A su vez, la Comisión Fiscalizadora de la Sociedad Fiduciaria debe emitir un informe mensual conforme con los incisos 1° y 2° del artículo 294 de la Ley N° 19.550 también sobre cada uno de los Fideicomisos administrados.

Asesoría Financiera: profesionales de las ciencias económicas que se ocupan de analizar la cartera de créditos, definiendo sus principales atributos históricos y presentes (monto, plazo, atomización, antigüedad, vida remanente, precancelaciones, atrasos de la cobranza, etc.), seleccionar la cartera susceptible de ser titulizada y armar la estructura de los valores fiduciarios de acuerdo con las exigencias de la Calificadora de Riesgo y las condiciones de mercado. En el Capítulo IV, se describirán en detalle las tareas vinculadas a la estructuración financiera.

Asesoría Legal: abogados y/o abogadas que tienen a su cargo: (a) la revisión del proceso de originación de los créditos a fideicomitir, su documentación y transferencia al Fideicomiso, (b) la revisión de las normas y procesos de cobranza; (c) redacción del contrato de Fideicomiso y del prospecto respectivo, diseño de los certificados globales que representarán los valores fiduciarios a emitir, y emisión de una opinión legal para la calificadora de riesgo, (d) la gestión de las autorizaciones de oferta pública y listado de los Fideicomisos bajo el mismo ante la CNV y el mercado de valores respectivamente. Asimismo, la asistencia en la celebración de otros actos conexos (actas de Directorio, contratos de colocación y/o de underwriting, instrumentación de la transferencia de los créditos, etc.).

Asesoría Impositiva: contadores y/o contadoras que confeccionan un informe con el encuadre tributario del Fideicomiso, a los efectos de la correcta

determinación y pago de los impuestos por parte de la Sociedad Fiduciaria. En ese sentido, el mismo abarca el análisis de los impuestos en el orden nacional, provincial y municipal en base al texto del contrato que complementa el prospecto respectivo. También atiende las consultas que se concreten con respecto a estos tributos durante la vigencia del Fideicomiso.

Agente de cobro distinto de la Sociedad Fiduciaria: dado que la Empresa Fiduciante es quien mejor conoce la cartera a transferir, en la mayoría de los casos ésta se reserva la tarea de administrar los créditos y proceder a la cobranza de los mismos. De hecho, resultaría económicamente inviable, que la Sociedad Fiduciaria abra sucursales en las mismas localidades donde operan todas las Empresas Fiduciantes con las que opera, a fin de llevar adelante dichas funciones. Si bien existen agencias especializadas en la gestión de cobranza con una vasta extensión territorial, muchas empresas utilizan el cobro de las cuotas en las sucursales propias como una herramienta de comercialización, para impulsar la compra de productos adicionales.

Calificadora de Riesgo: si bien las normas no exigen que los valores fiduciarios estén calificados, es frecuente que las empresas contraten una Agencia Calificadora de Riesgo con el objeto de simplificar el análisis a las y los potenciales inversionistas. Las instituciones inversoras, en la mayoría de los casos, tienen limitadas sus colocaciones a productos con una determinada calificación, que generalmente parte del grado de inversión (BBB). Si los y las profesionales consideran que existe una alta probabilidad de alcanzar dicha nota, entonces seguramente propongan la contratación de una Calificadora, de lo contrario ni siquiera conviene continuar con el proceso de estructuración¹⁹.

Entidades Underwriters / Colocadoras: las Entidades Underwriters son quienes suscriben los valores fiduciarios iniciales en forma previa a la negociación primaria (también llamado crédito puente o bridge). De esta forma la Empresa Fiduciante obtiene un financiamiento anticipado a la autorización de oferta pública y transfiere el riesgo de la colocación a una tercera entidad. Por su parte,

¹⁹ El nivel actual de tasas de interés desalienta la compra de títulos de alto riesgo por parte de los y las inversionistas, ya que por un riesgo mucho menor se aseguran una rentabilidad significativa.

la Entidad Colocadora se ocupa de difundir los valores fiduciarios entre los y las inversionistas para su colocación en el mercado primario, una vez obtenida la autorización de oferta pública, usualmente bajo la modalidad al mejor esfuerzo.

Agente de Custodia: es quien mantiene la guarda de los documentos que respaldan y/o representan los bienes fideicomitidos.

En cuanto a los honorarios y comisiones vinculados a la contratación de las entidades participantes, podría realizarse una primera clasificación entre las que cobran un honorario fijo y aquellas cuyos ingresos están asociados al monto de emisión. Dentro del primer grupo puede incluirse a la Sociedad Fiduciaria, Agente de Control y Revisión, Auditoría Externa, Sindicatura, Consultoría Legal y Financiera y Calificadora de Riesgo. Mientras que en el segundo grupo claramente se identifican a las Entidades Organizadoras y Colocadoras. Un análisis aparte merece el Agente de Custodia, que, si bien su comisión no está asociada directamente al monto de emisión, en algunos casos ese mayor activo titulizado conlleva un mayor volumen de documentos en custodia. En cuanto a la Consultoría Financiera, cuando la realiza una entidad distinta a la Organizadora, podría cuestionarse si efectivamente las horas afectadas se incrementan en la misma proporción que el monto de emisión, aunque sí podrían tener una relación con la cantidad de personas deudoras y créditos a titulizarse. No obstante, en la mayoría de los casos, la Consultoría Financiera cobra un porcentaje sobre el monto de emisión. Por último, cuando el rol de Agente de Cobro y Administración coincide con la Empresa Fiduciante, resulta absurdo que se cobre una comisión a sí misma por tales tareas, ya que como se verá más adelante, tal honorario se traducirá en una mayor tasa de descuento de la cartera cedida o en una menor renta del certificado de participación.

Una segunda clasificación propone agrupar a las entidades participantes en función de la etapa en la que intervienen. En la etapa inicial, es decir aquella que comienza con una primera idea y finaliza con la salida a oferta pública, intervienen todas las entidades mencionadas, excepto la firma de Auditoría Externa, mientras que con posterioridad a la emisión de los títulos y durante toda la vigencia del Fideicomiso participan la Sociedad Fiduciaria, el ACyR, la firma de Auditoría Externa, la Calificadora de Riesgo y el Agente de Custodia.

Eventualmente, ante un requerimiento de la administración de impuestos o frente a la necesidad de modificar el contrato, podría requerirse nuevamente la participación de la firma de asesoría impositiva o legal respectivamente.

Por último, resta analizar las responsabilidades que frente al órgano de contralor asume cada entidad participante. En el presente Capítulo se ha mencionado sucintamente la ventaja comparativa que representa el Fideicomiso frente a otras alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de capitales por cuanto es la Sociedad Fiduciaria quien debe registrarse en la CNV y cumplir con el régimen informativo.

El Fideicomiso a través de la titulización de activos, constituye un financiamiento fuera de la hoja de balance. Esto implica que la Empresa Fiduciante transfiere una cartera de créditos sin asumir riesgo crediticio alguno, mediante la cesión de los documentos sin recurso (o sin garantía). Es decir que, frente al incumplimiento en el pago de los créditos cedidos, la Sociedad Fiduciaria sólo podrá accionar contra los deudores y las deudoras, quedando vedado cualquier reclamo contra la Empresa Fiduciante y por ende no reconoce un pasivo como contrapartida de los fondos que recibe de la titulización. De esta forma, el repago de los valores negociables emitidos en el marco de un Fideicomiso Financiero está acotado al cobro de los créditos fideicomitados. Como consecuencia de ello, y a diferencia de lo que ocurre en las obligaciones negociables y acciones, las normas de la CNV hacen hincapié en la Sociedad Fiduciaria exigiéndole entre otros: la inscripción en un registro especial, la acreditación de un patrimonio neto mínimo, el pago de un arancel anual de fiscalización y control, la presentación de Estados Contables trimestrales y anuales auditados, la publicación de actas y otros hechos relevantes en la Autopista de Información Financiera (AIF) y fundamentalmente el sometimiento a su fiscalización societaria y por ende a su régimen sancionatorio²⁰. Así mismo, a la Sociedad Fiduciaria le cabe la responsabilidad directa prevista en el artículo 119 de la Ley 26.831, en su calidad

²⁰ Artículos 132 a 135 de la Ley 26.831: a) Apercibimiento; b) Multa; c) Inhabilitación; d) Suspensión; e) Prohibición para efectuar ofertas públicas de valores negociables.

de emisora²¹ y firmante del prospecto de emisión, debiendo responder por la veracidad de la información allí expuesta. Por último, las normas de la CNV prevén expresamente que la Sociedad Fiduciaria pueda delegar la ejecución de las funciones de administración de los activos fideicomitidos, pero conservando la responsabilidad frente a terceras personas por la gestión de las entidades subcontratadas, aun cuando éstas fueran la propia Empresa Fiduciante.

La posición adoptada por la CNV no necesariamente deriva del derecho vigente. Al respecto Kenny (2009) sostiene que:

El rol de administrador es tan importante como el del fiduciario, puesto que por más diligencia que aplique este último, si el administrador fuera negligente en operar el negocio subyacente, no habrá provecho para los inversores. Justamente respecto de esa diligencia del administrador no puede responsabilizarse el fiduciario, porque implica contar con una experiencia y conocimientos especiales del negocio que escapa a los conocimientos y posibilidades de control de aquél (p. 5).

Como si esto fuera poco, también se le exige a la Sociedad Fiduciaria que incluya en el suplemento de prospecto una declaración sobre los siguientes ítems: a) que ha verificado que las entidades subcontratadas cuentan con capacidad de gestión y organización administrativa propia y adecuada para prestar el respectivo servicio y que no existen hechos relevantes que puedan afectar el normal cumplimiento de las funciones delegadas; b) sobre la existencia de hechos relevantes que afecten y/o pudieran afectar en el futuro la integridad de la estructura fiduciaria, y el normal desarrollo de sus funciones; c) que su situación económica, financiera y patrimonial le permite cumplir las funciones por ella asumidas bajo el Contrato de Fideicomiso; d) en caso de corresponder, sobre la existencia de atrasos y/o incumplimientos respecto de la cobranza del activo fideicomitido, así como también respecto de la rendición de la cobranza del activo fideicomitido de las series anteriores; e) en caso de que la

²¹ De acuerdo al CCC, los certificados de participación son emitidos por la Sociedad Fiduciaria, mientras que los valores de deuda fiduciaria pueden ser emitidos por la Sociedad Fiduciaria o por terceras entidades. No obstante, salvo algunas escasas excepciones, la Entidad Fiduciaria resulta la emisora de ambos títulos.

transferencia de los activos fideicomitidos haya sido efectuada total o parcialmente con anterioridad a la autorización de oferta pública, que la misma ha sido perfeccionada en legal forma; f) en caso de haber suscripto algún convenio de underwriting con motivo de la emisión, informar si se emitieron valores fiduciarios provisorios; g) de corresponder, que todos los contratos suscriptos vinculados a los bienes fideicomitidos se encuentran debidamente perfeccionados, vigentes y válidos y h) en caso de corresponder, que los códigos de descuento a través de los cuales se realiza la cobranza de los bienes fideicomitidos, se encuentran plenamente vigentes y operativos, no existiendo hechos relevantes que pudieran implicar su pérdida o revocación.

Recientemente, con la excusa de agilizar los procedimiento de autorización, la CNV²² incorporó tres obligaciones adicionales para la Sociedad Fiduciaria: a) en el caso que la Empresa Fiduciante presente un resultado del ejercicio negativo, la Sociedad Fiduciaria debe acreditar la efectiva toma de conocimiento de la situación contable de la/s Fiduciante/s y consignar en los documentos de la oferta los índices de liquidez ácida y endeudamiento; b) informar en los documentos de la oferta el monto de gastos y la forma en que serán afrontados los mismos, a efectos de verificar la suficiencia del flujo de fondos durante la vigencia del Fideicomiso; y c) publicar en su sitio web con una periodicidad no mayor a un mes los informes elaborados por el Agente de Control y Revisión con firma legalizada por el Consejo Profesional respectivo.

En cuanto a la Empresa Fiduciante, en cada oportunidad de emisión de una nueva serie, se le exige: a) la presentación de una copia certificada del acta de Directorio que resolvió la constitución del Fideicomiso; b) la incorporación en el Suplemento de prospecto de una breve descripción con los siguientes datos: denominación social, CUIT, domicilio, teléfono, sitio web, fax, dirección de correo electrónico; datos de la respectiva inscripción en el Registro Público de Comercio u otra autoridad de contralor que corresponda; nómina de las personas que integran sus órganos de administración y fiscalización, indicando la vigencia de tales mandatos; historia y desarrollo, descripción de la actividad, estructura y

²² Nos referimos a la Resolución 752 del 16/07/2018.

organización de la sociedad, incluyendo indicación de si cuenta con una política ambiental o explicación de por qué esta no se considera pertinente, y todo hecho relevante que pudiera afectar el normal desarrollo de su actividad y/o el cumplimiento de las funciones delegadas en relación al Fideicomiso; estado de situación patrimonial, estado de resultados, índices de solvencia y rentabilidad correspondientes a los tres últimos ejercicios anuales o desde su constitución si su antigüedad fuere menor; en los casos en que los Estados Contables arrojaran resultado de ejercicio negativo se deberán consignar los índices de liquidez ácida y endeudamiento; evolución de la cartera de créditos indicando los niveles de mora, incobrabilidad y precancelaciones y relación de los créditos otorgados con cantidad de clientes/as; cartera de créditos originada por la Empresa Fiduciante, indicando los créditos que resultan de titularidad de la Fiduciante y los que se han fideicomitado; flujo de efectivo por los últimos seis meses (método directo); el número de empleados y empleadas al cierre del período o el promedio para el período, para cada uno de los últimos tres ejercicios comerciales (y los cambios en tales números si fueran significativos); indicación de las series emitidas y vigentes con detalle del saldo remanente de valores negociables fiduciarios en circulación; y c) una nota ratificando las condiciones de emisión de los valores negociables. Respecto de la responsabilidad que asume la Empresa Fiduciante, si bien no existe una norma que expresamente lo mencione, la CNV ha sido clara al expresar que su poder de policía no sólo se aplica respecto de las instituciones bursátiles, empresas emisoras, y agentes de bolsa, sino también respecto de todas las organizaciones unipersonales y sociedades que intervengan directa e indirectamente en la oferta y negociación pública de títulos valores, cualquiera sea la forma o medio utilizado. En tal caso, en el rol exclusivo de Fiduciante, le podría caber la responsabilidad directa del artículo 119 de la Ley 26.831 aunque tal como hemos mencionado anteriormente, la Fiduciante no es la empresa emisora de los valores negociables, si bien es en definitiva quien recibe los fondos de la colocación primaria. No cabe dudas respecto de la responsabilidad indirecta que asume en virtud del artículo 120 sobre la información del prospecto que debe incorporarse de acuerdo con lo visto al comienzo de este párrafo. Tampoco existen dudas respecto de su responsabilidad por incumplimiento de las convenciones hechas en el contrato de Fideicomiso de acuerdo con lo previsto en el CCC, por ejemplo, frente a la falsedad en las declaraciones y

garantías de la Empresa Fiduciante en la sección correspondiente del contrato. Distinta es la responsabilidad que asume la Empresa Fiduciante en su carácter de Agente de Cobro y Administración de los créditos fideicomitidos que lo veremos a continuación.

Respecto de la Entidad Organizadora, ACyR, Agente de Custodia y los Agentes de Cobro, Percepción y Administración, también deberá exponerse en el suplemento de prospecto información descriptiva de cada entidad, a saber: denominación social, CUIT, domicilio y teléfono, fax y dirección de correo electrónico; datos de la respectiva inscripción en el Registro Público de Comercio u otra autoridad de contralor que corresponda; nómina de las personas que integran sus órganos de administración y fiscalización y una breve descripción de la actividad principal. No obstante, no se exige descripción alguna respecto de las Firmas de Asesoría Financiera, Legal e Impositiva, Auditoría Externa, Calificadora de Riesgo ni de las Entidades Colocadoras. En un intento por comprender la intensión del organismo regulador al respecto, podríamos afirmar que, respecto de la firma de Auditoría Externa, la misma debe estar inscripta en el “Registro de Asociaciones de Profesionales Universitarios” de la CNV y cumplir con los requisitos allí establecidos²³. En cuanto a la Entidad Colocadora y la Calificadora de Riesgo, podría suponerse que se exime su descripción en el suplemento por revestir la calidad de agentes registrados en la CNV, no obstante, igual criterio debiera aplicarse respecto de la Sociedad Fiduciaria que también reúne dicha calidad. Nos quedamos sin argumentos al referirnos a las Firmas de Asesoría Financiera y Legal, que cumplen un rol protagónico y pasan prácticamente desapercibidas en el suplemento de prospecto. Tal como se expuso, la primera tiene a su cargo la selección de la cartera de créditos, la estructuración de los flujos teóricos de cobranzas, la estimación de la mora y precancelaciones y la proyección de los egresos, todas tareas fuertemente comprometidas con el repago de los títulos a los y las inversionistas. Por su parte corresponde a la Firma de Asesoría Legal, expedirse sobre el cumplimiento de todas las exigencias legales que acrediten la efectiva cesión fiduciaria, la

²³ A través del artículo 85 de la Ley 27.440 se incorpora el inciso f del artículo 108 de la LMC, facultándose a la CNV a imponer sanciones a quienes realicen tareas de auditoría externa, en los términos de los artículos 132 y siguientes de mencionada ley.

redacción de las consideraciones de riesgo para la inversión y fundamentalmente del contrato de Fideicomiso. En cuanto a las responsabilidades frente a CNV, las normas expresamente prevén que las entidades que participen como Organizadoras o Colocadoras en una oferta pública de venta o compra de valores negociables deberán revisar diligentemente la información contenida en los prospectos de la oferta y asumen la responsabilidad indirecta del art 120 de la Ley 26.831, debiendo responder por la veracidad de la información allí incluida. Las otras entidades que opinen sobre ciertas partes del prospecto sólo serán responsables por la parte de dicha información sobre la que han emitido opinión.

A fin de identificar la responsabilidad del Agente de Cobro y Administración de los créditos fideicomitidos, debemos remitirnos a un caso testigo que sacudió el mercado de Fideicomisos allá por el año 2009, nos referimos al Fideicomiso Financiero Bonesi que tenía a la firma de electrodomésticos como Entidad Fiduciante, Agente de Cobro y Administración. Al respecto, la CNV con facultades disciplinarias para aplicar sanciones administrativas, a través de las Resoluciones N° 16723 (24/01/2012), 17034 (26/02/2013) y 17789 (28/08/2015), multó a la Calificadora de Riesgo, a la Sociedad Fiduciaria, a la Entidad Fiduciante y solidariamente a las personas integrantes del Directorio por una suma equivalente a los \$350.000, \$1.125.000 y \$1.500.000, respectivamente. Las principales infracciones que se le atribuyeron a Bonesi están vinculadas al incumplimiento de determinadas previsiones contractuales (no llevó una contabilidad separada, no remitió los informes diarios de cobranza, y como si fuese poco dejó de rendir las cobranzas en las cuentas fiduciarias) y a la omisión de información relevante en el prospecto (que permitiera conocer a los y las inversionistas la difícil y crítica situación que estaba atravesando). Adicionalmente, la justicia procesó a las personas integrantes del Directorio de Bonesi por considerarlas coautoras penalmente responsables de los delitos de administración fraudulenta reiterada y estafa reiterada, en el marco de las acciones penales iniciadas por la Sociedad Fiduciaria.

También en la Resolución N° 17390 del 26/06/2014, la CNV esboza argumentos similares para la apertura del proceso sumarial a las Entidades Administradoras y Fiduciantes en el Fideicomiso Financiero Credinámico.

Más allá de las experiencias comentadas, no existen antecedentes respecto de sanciones aplicadas al resto de las entidades participantes. Al respecto, dada la gran cantidad de profesionales que intervienen en la redacción del prospecto, cuando la Sociedad Fiduciaria junto a la Empresa Fiduciante son las únicas dos que lo firman, resulta al menos complejo identificar sobre qué temas ha opinado cada persona experta y asignarle la responsabilidad del caso. Por tal motivo, se propone que las normas específicamente prevean el caso del Fideicomiso Financiero, donde la empresa emisora no es la que se financia, quien firma el prospecto no es justamente quien aporta más información al documento y la entidad organizadora tampoco es necesariamente quien diseña la estructura financiera. Tal reformulación de las normas debiera tender a la idoneidad de los y las profesionales intervinientes y a la clara asignación de responsabilidades de cada entidad participante respecto de la información que cada una aporta al prospecto.

3. Simultaneidad de roles

El esquema de financiación que ofrece el Fideicomiso Financiero no sólo permite articular los intereses de las Entidades Fiduciantes y de los y las inversionistas en el mercado de capitales, sino que también constituye una fuente de ingresos de múltiples participantes que prestan sus servicios para la implementación del instrumento. Dada la gran cantidad de profesionales que intervienen, resulta común que varias funciones sean asumidas por una misma entidad y salvo algunas excepciones, las normas no prevén nada al respecto.

Comenzaremos por comentar aquellas excepciones, es decir, la simultaneidad de roles prohibida o limitada por la CNV:

Sociedad Fiduciaria – Empresa Fiduciante: en concordancia con lo establecido en el CCC, la Empresa Fiduciante no puede asumir el rol de Sociedad Fiduciaria. No obstante, las normas de la CNV van más allá y también prohíben la existencia de accionistas comunes entre ambas entidades que posean en conjunto más del 10% del capital de la Sociedad Fiduciaria o de la Empresa Fiduciante o de las entidades controlantes de la Sociedad Fiduciaria o de la Fiduciante. Adicionalmente, la Sociedad Fiduciaria tampoco podrá ser una sociedad

vinculada a la Empresa Fiduciante o accionistas que posean más del 10% su capital.

Sociedad Fiduciaria – Beneficiario/a: si bien el CCC permite este doble rol, las normas de la CNV exigen que, en tal caso, la Sociedad Fiduciaria no reúna la condición de única Beneficiaria y a su vez, limita su participación en las asambleas, pudiendo asistir, pero no pudiendo votar cuando la decisión a adoptarse pueda generar conflicto con el interés del resto de los Beneficiarios y las Beneficiarias.

Empresa Fiduciante – Beneficiario/a: esta situación resulta muy frecuente dado que, ante la inexistencia de inversionistas que les interese suscribir el título subordinado, la Empresa Fiduciante recibe como parte de pago de la cartera cedida, los certificados de participación. Frente a este supuesto, la CNV también limita la participación de la Empresa Fiduciante en las asambleas con idéntico alcance que el comentado en el punto anterior.

Empresa Fiduciante – Agente de Custodia: al respecto, la Sociedad Fiduciaria puede delegar la función de Custodia en una tercera entidad siempre que no coincida con la Empresa Fiduciante, excepto si esta última es una entidad financiera autorizada a actuar como tal en los términos de la Ley N° 21.526 y modificatorias. En tal supuesto, se deberá destacar en el suplemento de prospecto (consideraciones de riesgo para la inversión) los riesgos que pudieran derivar del hecho que la misma Fiduciante que cedió los créditos, conserve la custodia de la documentación, describiendo en forma detallada las medidas adoptadas a los fines de asegurar la individualización de la documentación correspondiente al Fideicomiso y el ejercicio por la Sociedad Fiduciaria de los derechos inherentes al dominio fiduciario.

Calificadora de Riesgo / Auditoría Externa: dada las características de los servicios que prestan estas entidades, su rol es incompatible entre sí y con el resto de las entidades participantes. No obstante, la Firma de Auditoría Externa puede también asumir el rol de ACyR y Asesoría Impositiva, es decir, todas funciones desempeñadas por contadores y contadoras independientes. Sobre este punto volveremos más adelante ya que afecta en los costos de

estructuración, toda vez que una misma persona experta realiza controles muy similares sobre un mismo activo con honorarios diferenciados.

En cuanto a la simultaneidad de roles no regulada por la CNV, el sentido común y algunas experiencias, nos indican que quienes asumen tareas vinculadas al control no debieran realizar tareas que pudieran beneficiar a la Entidad Fiduciante en detrimento de los y las inversionistas. No obstante, existen casos que merecen un análisis en particular:

Entidad Organizadora - Asesoría Financiera: tal como se expuso anteriormente, la definición de Entidad Organizadora prevista en las normas de la CNV prevé que dicha empresa se ocupe del diseño de la estructura financiera de la emisión, con lo cual no existen inconvenientes en que coincidan ambas funciones en una misma firma.

Entidad Organizadora - Entidad Colocadora: lo mismo aplica para estos roles donde la definición de Entidad Organizadora prevista en las normas de la CNV también le otorga la facultad de realizar cualquier actividad que tenga por finalidad llevar adelante el ofrecimiento de valores negociables mediante el procedimiento de oferta pública, con arreglo a lo dispuesto en la Ley N° 26.831 y su reglamentación, con lo cual tampoco existen inconvenientes en que coincidan ambas funciones en una misma firma.

Asesoría Financiera - Agente de Control y Revisión (ACyR): aquí claramente se están mezclando funciones comerciales con funciones de control. Si bien en la práctica se trata de diferentes compañías, en muchas ocasiones ambas están vinculadas entre sí. De esta forma, en el afán de afectar menos horas al proyecto, el ACyR podría verse tentado de emitir su informe confiando en la labor de la Firma de Asesoría Financiera, sin mayores controles adicionales.

Auditoría Externa - Agente de Control y Revisión: se entiende que, si la CNV exige la participación obligatoria de ambas entidades, es porque prevé un control cruzado entre ambas. Sobre este punto, adelanto mi disidencia con el órgano de contralor, en el sentido que los controles del ACyR podrían estar totalmente cubiertos por los trabajos que realiza la Auditoría Externa y la Sindicatura, sin necesidad de cargar de gastos adicionales a la estructura fiduciaria. No sólo se

duplican los honorarios profesionales sino también los costos asociados a la legalización de las firmas por el Consejo Profesional respectivo.

Sociedad Fiduciaria - Asesoría Financiera: resulta fundamental la contratación de una Sociedad Fiduciaria que entienda y se involucre en todos los procesos. No obstante, la estimación de la incobrabilidad futura de la cartera cedida o la incorporación de mejoras crediticias para asegurar el repago de los títulos, podrían ubicarla frente a la disyuntiva de estructurar un producto muy seguro para los y las inversionistas, pero costoso para la Entidad Fiduciante versus una estructura menos exigente y más beneficiosa para la Fiduciante. Frente a esto, el escenario ideal, resulta cuando la Sociedad Fiduciaria con conocimiento en la materia, contrata a una Firma de Asesoría Financiera a quien le exige una estructura confiable y a una Firma de Asesoría Legal a quien le exige la exposición clara en el suplemento de prospecto de todos los riesgos no mitigados. En tal caso, la Sociedad Fiduciaria deberá controlar el trabajo de ambas firmas asesoras y consensuar un equilibrio entre costos y riesgos.

Sociedad Fiduciaria – Entidad Organizadora (distinto de la Asesoría Financiera): dadas las responsabilidades asumidas por la Sociedad Fiduciaria, resulta crucial un control de su parte de todos los procesos encausados por las demás entidades participantes y un estricto seguimiento del efectivo cumplimiento de las tareas previstas en el cronograma de estructuración, con lo cual el rol de la organización es natural a su condición.

Empresa Fiduciante - Asesoría Financiera y/o Agente de Control y Revisión: en este punto no debieran existir dudas respecto de la incompatibilidad de que la Empresa Fiduciante ya sea directamente o a través de una sociedad vinculada, estructure los valores fiduciarios y menos aún que asuma el rol de ACyR. No obstante, frente al vacío regulatorio es posible encontrar Fideicomisos con estas características.

Poniendo el foco en el objetivo del presente trabajo y en miras de optimizar los costos asociados a la estructuración de un Fideicomiso Financiero, se reitera la necesidad de revisar las normas vigentes por parte del organismo de contralor de forma de evaluar la posibilidad de identificar las responsabilidades de cada

entidad participante, promoviendo su profesionalización y de esta forma prescindir de controles que se superponen entre sí. Tal como se expuso en el punto 2 del presente Capítulo, cada Fideicomiso requiere la participación de una firma de auditoría externa (con revisiones trimestrales), una sindicatura y un agente de control y revisión (ambos con revisiones mensuales), además del propio rol de la Sociedad Fiduciaria sometida al control de la CNV, que cumple con un régimen informativo exhaustivo y con auditorías contables trimestrales propias.

Capítulo III. Características esenciales.

Antes de detenernos a describir el proceso de estructuración financiera propiamente dicho, resulta apropiado conocer las diferentes alternativas de bienes susceptibles de ser titulizados, así como también las diferentes clases de valores negociables, las mejoras crediticias que contribuyen al fortalecimiento de la estructura y por último cuándo se configura un Fideicomiso Financiero como PyME, a fin de identificar las características esenciales que reunirá el Fideicomiso en cuestión.

1. Activo fideicomitado

Fondo de gastos	Busca cubrir los gastos del Fideicomiso cuando por algún motivo se interrumpa temporalmente el flujo de ingresos.
Fondo de liquidez	Tiene por objeto cubrir el pago de los intereses devengados de los VDF cuando por algún motivo se interrumpa temporalmente el flujo de ingresos.
Sobrecolateralización	$\text{Activos} - \text{VDF} = \text{CP}$. Tal diferencia absorbe las pérdidas o gastos extraordinarios.
Waterflow	Grado de prelación en el cobro de unos títulos respecto de otros: VDF A, VDF B, CP.
Mejoras externas	Póliza de Seguro. SGR (baja sobrecolateralización).
Mejoras provistas por la Empresa Fiduciante	Reemplazo de los créditos en mora (cesión con recurso u opcional). Adelanto de fondos al Fideicomiso.

Dentro de los activos titulizables, encontramos aquellos existentes a la fecha de constitución del Fideicomiso (créditos personales, hipotecarios, prendarios,

otros) y aquellos de existencia futura (tickets de peaje, derechos de regalías, pasajes, otros). Mientras que los activos existentes corren con el riesgo de crédito, es decir que el deudor o la deudora no cumpla con su obligación de pago, los activos de generación futura tienen un riesgo adicional denominado *riesgo performance* que es aquel vinculado con la capacidad de la compañía de originarlos y su posterior transferencia al Fideicomiso. Por ejemplo, en la titulación de un terreno para la construcción de un edificio para su posterior venta a plazo, el/la inversionista deberá ponderar tanto el riesgo de que la compañía no logre terminar el edificio como aquel vinculado con el pago posterior de los créditos hipotecarios por la compra de los departamentos en cuotas.

Los activos a su vez pueden devengar una tasa de interés fija o variable. Tal condición no debe ser pasada por alto a la hora de estructurar los VDF, ya que comprometerse a pagar una tasa variable sin un techo superior (cap), cuando los créditos fideicomitidos devengan una tasa de interés fija, podría llevar al default de los títulos. Sin embargo, resultaría poco atractivo para los y las inversionistas, que se les fijara un techo a su rendimiento, sin asegurarles un rendimiento mínimo (floor) frente a una baja de las tasas de interés. Adicionalmente, la tasa de financiamiento puede estar pactada de una manera explícita o implícita.

Respecto del precio que se fija para su cesión al Fideicomiso, los créditos se pueden valorar a su valor nominal o a valor descontado. En el primer caso, el valor de ingreso al Fideicomiso coincide con el valor contable de los créditos registrado en los libros de la Empresa Fiduciante. Por el contrario, si se optase por ceder los créditos a valor descontado (o comúnmente llamado valor fideicomitado), se deben actualizar los flujos futuros (capital más intereses) a la fecha de cesión. En tal caso, se utiliza una tasa de descuento tal, que permita hacer frente al pago de los gastos, impuestos, incobrabilidad estimada, intereses de los valores de deuda fiduciaria y renta de los certificados de participación. Este tema será abordado con mayor profundidad en el Capítulo IV.

En cuanto a la modalidad de cobranza, se distinguen las siguientes alternativas de pago, cuya elección depende del tipo de crédito cedido. Las cuatro primeras alternativas prevalecen en los créditos de consumo, las dos últimas son propias

de los créditos originados en actividades productivas, mientras que en ambos casos puede utilizarse la modalidad de pago voluntario.

- a) Código de Descuento: cuando el Agente de Cobro ha celebrado un acuerdo de descuento de haberes con la entidad pagadora mediante el cual se habilita la deducción de las cuotas de los créditos.
- b) Débito en cuenta: cuando el Agente de Cobro suscribe convenios con una o varias entidades financieras para el débito automático de las cuotas pactadas sobre la cuenta corriente/caja de ahorros del deudor o de la deudora.
- c) Pago voluntario: cuando el Agente de Cobro habilita sucursales o lugares habilitados al efecto, a fin de que, en cada vencimiento, el deudor o la deudora concurra a pagar la cuota correspondiente.
- d) Pago por acreditación directa en una cuenta de la Empresa Fiduciante: tal es el caso de liquidación de compras pagadas con tarjetas de crédito y/o débito.
- e) Cheques de Pago Diferido: ya sea que el activo esté constituido por cheques o por otros instrumentos (prendas, leasing, pagarés, otros) y que el deudor o la deudora utilice el cheque como medio de pago. En tales casos, la Sociedad Fiduciaria administra la cartera de cheques y los deposita directamente en la cuenta fiduciaria a su vencimiento.
- f) Contrato de canje: en el sector agroindustrial resulta frecuente la adquisición de bienes que se cancelan en especie con la entrega de granos. Aquí resulta fundamental el rol de una entidad corredora que liquida la operación y deposita el dinero en la cuenta fiduciaria.

A su vez, si los créditos tuvieran una vida promedio muy corta (30, 60 o 90 días), seguramente se deberá adoptar una estructura con revolving o “revolvente”, es decir que, a su vencimiento, los créditos sean reemplazados por otros de idénticas características a cambio de la cobranza que se vaya generando o en su defecto se cancelan los títulos de forma anticipada. De esta forma, la empresa se financia por un plazo más extenso que justifica la emisión del Fideicomiso.

Se ha mencionado que los fondos obtenidos a través del Fideicomiso Financiero constituyen un financiamiento fuera de la hoja de balance (off balance sheet). Esto significa que la Empresa Fiduciante no registra un pasivo en su contabilidad,

por el contrario, refleja un movimiento de partidas dentro del activo (debita la cuenta caja y bancos y acredita la cuenta créditos a cobrar), siempre que los créditos se cedan sin recurso²⁴ a la Empresa Fiduciante. Si tal condición se detalla en la cesión de los créditos, la Fiduciante queda exonerada de la solidaridad y la Sociedad Fiduciaria sólo podrá ejecutar el crédito contra el deudor o la deudora frente a su incumplimiento.

Al respecto vale aclarar que aquellas entidades²⁵ que lleven su contabilidad de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) deberán analizar si efectivamente se han transferido sustancialmente todos los riesgos y recompensas inherentes a la propiedad del activo cedido, caso contrario, deberá reconocer dicho activo transferido en su integridad y un pasivo financiero por la contraprestación recibida²⁶.

2. Valores fiduciarios

En cuanto a los títulos, el CCC prevé la emisión de valores de deuda fiduciaria, que representan el pasivo del Fideicomiso y constituyen un título de renta fija asimilable a una obligación negociable y certificados de participación que representan el capital del Fideicomiso y constituyen un título de renta variable asimilable a una acción. Así mismo el pago de los CP está subordinado a la cancelación total de los servicios de capital e interés de los VDF.

²⁴ También denominado sin garantía o sin responsabilidad de la Empresa Fiduciante.

²⁵ A la fecha del presente trabajo, la implementación de tales normas resulta obligatoria para las entidades financieras y las sociedades cuyas acciones listen en bolsa o que emitan obligaciones negociables dentro del régimen general.

²⁶ Para más información al respecto véase la NIIF 9 “Instrumentos Financieros”.

VALORES FIDUCIARIOS	Clases	Renta Fija: VDF
		Renta Variable/Contingente: CP
	Prelación en el cobro	Turbo o secuencial
		Semi-turbo o semi-secuencial
	Tasa de interés VDF	Fija
		Variable (Ej: Badlar)
	Moneda	Pesos
		Dólar linked
		Dólar
		UVAs
	Servicios de Pago	Mensual, semestral, otros.
		Bullet

Por su parte, se pueden emitir diferentes clases de VDF subordinadas entre sí, de forma de ofrecer a los y las inversionistas distintas alternativas en cuanto a rendimiento y plazo. De esta forma, un VDF A con prioridad de pago frente al resto de los títulos emitidos, tendrá un menor riesgo, un menor plazo de vencimiento y por ende pagará un menor rendimiento. Si se decide emitir un VDF B, subordinado a la cancelación total del título “A”, en tal caso el título tendrá un mayor riesgo, un mayor plazo de vencimiento y por ende pagará un mayor rendimiento respecto de la clase senior. Por último, el CP será el título más riesgoso (junk bonds), de más largo plazo y al que se le exigirá un mayor rendimiento. Dicha estructura recibe el nombre de Turbo o Secuencial. Por el contrario, si el pago del capital de los VDF A se subordina al pago del interés de su clase y al interés de la clase subordinada (VDF B), estaremos frente a una estructura Semiturbo o Semisecuencial.

Vale aclarar que los Fideicomisos Financieros mantienen un esquema pass-through, es decir, que el flujo de fondos generado por los activos, una vez deducidos los gastos e impuestos, pasa directamente a los y las inversionistas para cancelar los títulos. Esta característica genera una escasa predictibilidad de los flujos futuros que podrían cobrarse anticipadamente ante una precancelación de los créditos mayor a la estimada o atrasarse frente a un aumento de la mora en el pago de las cuotas.

Dentro de las distintas clases de los títulos de renta fija (A, B, C,...), algunos pueden devengar un interés a tasa fija y otros a tasa variable, actualmente la tasa más utilizada es la Badlar a la que se le adicionan determinados puntos básicos. En tal caso habrá que tomar los recaudos mencionados en el punto 1 del presente Capítulo, evitando un descalce de tasas de interés.

Adicionalmente, en un contexto de tipo de cambio flotante, los títulos debieran emitirse en la misma moneda que los créditos fideicomitidos de forma de evitar el descalce de monedas dentro del Fideicomiso producto de una devaluación. Si los créditos estuvieran nominados en dólares, entonces los valores fiduciarios podrían emitirse en tal moneda. Las emisiones en dólares donde la suscripción y pago de los títulos se realiza en pesos al tipo de cambio fijado en el suplemento, llevan el nombre de dólar linked. A su vez, a comienzos del 2018, la CNV reguló²⁷ las emisiones de valores fiduciarios denominados en Unidades de Valor Adquisitivo actualizables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) – Ley N° 25.827 (UVA) o en Unidades de Vivienda actualizables por el Índice del Costo de la Construcción (ICC) – Ley N° 27.271 (UVIs). En tales casos, los títulos deben emitirse con un plazo de amortización no inferior a los dos años.

El cronograma de pagos de servicios debe respetar los vencimientos acordados con los deudores cedidos y las deudoras cedidas. Es decir que si se titulizan créditos personales con cuotas mensuales entonces los valores fiduciarios pagarán servicios mensuales, si se trata de créditos con vencimientos no periódicos (contra cosecha, trimestral, otros) entonces los valores fiduciarios pagarán servicios en los meses que existan cobranzas y si se trata de cheques de pago diferido con un único vencimiento, entonces se diseñarán títulos bullet.

3. Mejoras crediticias

Con el objeto de despertar la confianza de las personas inversoras, resulta conveniente dotar al Fideicomiso de determinadas mejoras crediticias que permitan acotar los riesgos y alcanzar una mejor calificación.

²⁷ Resolución CNV Nro. 718 del 04/01/2018.

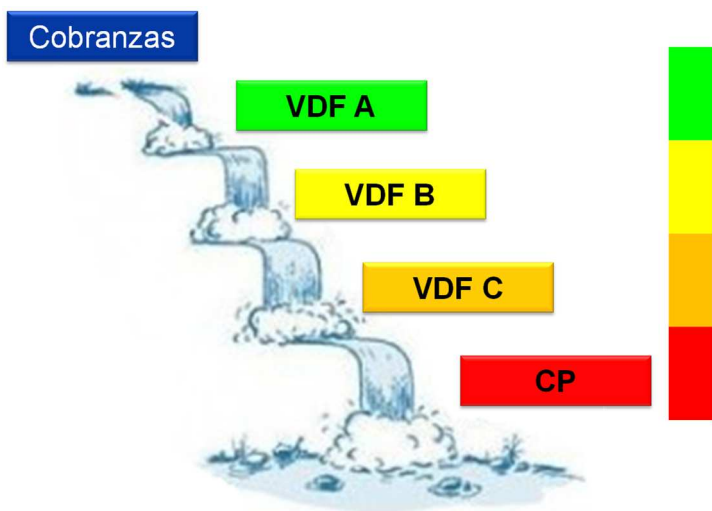
Fondo de gastos	Busca cubrir los gastos del Fideicomiso cuando por algún motivo se interrumpa temporalmente el flujo de ingresos.
Fondo de liquidez	Tiene por objeto cubrir el pago de los intereses devengados de los VDF cuando por algún motivo se interrumpa temporalmente el flujo de ingresos.
Sobrecolateralización	$\text{Activos} - \text{VDF} = \text{CP}$. Tal diferencia absorbe las pérdidas o gastos extraordinarios.
Waterflow	Grado de prelación en el cobro de unos títulos respecto de otros: VDF A, VDF B , CP.
Mejoras externas	Póliza de Seguro. SGR (baja sobrecolateralización).
Mejoras provistas por la Empresa Fiduciante	Reemplazo de los créditos en mora (cesión con recurso u opcional). Adelanto de fondos al Fideicomiso.

Resulta habitual que con el producido de la colocación de los títulos se constituyan reservas con fines específicos. El Fondo de gastos se constituye por una suma fija y busca cubrir los gastos del Fideicomiso cuando por algún motivo se interrumpa temporalmente el flujo de ingresos. Mientras que el fondo de liquidez equivalente a una, dos o tres veces el próximo servicio de interés de los VDF y se utiliza para hacer frente al pago de los servicios cuando por algún motivo resultan insuficientes las cobranzas recibidas.

Considerando que sólo las clases seniors se colocan exitosamente entre los y las inversionistas, el certificado de participación constituye una mejora crediticia, dado que el activo subyacente excede el monto de los títulos en circulación (sobrecolateralización). De esta forma se garantiza en parte, el pago a los y las inversionistas frente a la ocurrencia de pérdidas y gastos extraordinarios que excedan los egresos previstos en la estructura inicial. La estructura puede prever una sobrecolateralización sin necesidad de emitir un certificado de participación, simplemente titulizando un monto mayor al de los títulos emitidos. En tales casos, habrá que analizar su tratamiento impositivo de acuerdo a las normas vigentes.

A continuación, se grafica la forma de distribución de los ingresos del Fideicomiso o cascada de pago (waterfall) de las diferentes clases de los títulos emitidos en una estructura turbo. El total de ingresos percibidos por el Fideicomiso en un período determinado se aplica en primer término a cancelar los intereses y capital de los VDF A, cancelados éstos íntegramente el

remanente se aplica a cancelar los VDF B y así sucesivamente. Los distintos escalones de la cascada muestran la subordinación de los títulos, es decir que a medida que bajamos escalones, aumenta el riesgo de pago, disminuye la calificación de los bonos y por ende se exige un mayor rendimiento.



También son frecuentes aquellas estructuras con mejoras externas, como podría ser la contratación de un seguro de crédito o bien contar con el aval de una sociedad de garantía recíproca. En tales casos, la sobrecolateralización puede resultar mínima o inclusive nula.

Sin perder de vista la cesión sin recurso de los créditos, puede preverse en el contrato de Fideicomiso que, a opción de la Empresa Fiduciante, ésta podrá adelantar fondos o reemplazar créditos en mora a fin de mantener el flujo teórico de cobranzas. No obstante, si se emplea el vocablo “deberá” en lugar de “podrá”, la estructura se convierte en un financiamiento dentro de la hoja del balance (cesión con recurso).

No necesariamente deben adoptarse todas las mejoras crediticias comentadas en simultáneo, ya que su incorporación se traduce en un mayor costo financiero. Costo, que no siempre es compensado en forma directa por una menor tasa de colocación exigida por los y las inversionistas que logran ponderar las garantías planteadas identificando un menor riesgo asociado a los VDF. El desafío para la entidad estructuradora está en encontrar dicho punto de equilibrio entre los mayores costos de las garantías y los beneficios de una tasa de corte más baja.

En el presente acápite se ha mencionado en reiteradas oportunidades que un menor riesgo se traduce en una mejor calificación y por ende en la exigencia de un menor rendimiento. El Decreto 656/92, exigía la acreditación de dos calificaciones de riesgo para que la Comisión Nacional de Valores otorgue la autorización de oferta pública para la emisión de títulos valores privados representativos de deuda. No obstante, mediante el Decreto 749/2000, se puso fin a tal obligatoriedad, y actualmente resulta facultativo de las emisoras el requerir los servicios de una agencia calificadora de riesgo. Fundamentalmente tal necesidad viene impuesta por los inversores calificados y las inversoras calificadas. Seguramente los cuatro días de difusión del producto no resultarían suficientes para que cada inversionista analice en detalle las características del Fideicomiso y los riesgos asociados. De esta forma, se simplifica tal tarea contratando una calificadora que se reconoce independiente de las partes y utiliza criterios de evaluación que son de público conocimiento y asignan notas que permiten la comparación de bonos de diferentes características. De hecho, la mayoría de las instituciones inversoras se encuentran obligadas por sus manuales de políticas de inversión a suscribir sólo aquellos productos que alcanzan una calificación mínima, generalmente dentro del grado de inversión (investment grade). Si bien las notas varían de acuerdo con la calificadora, existe una escala internacionalmente reconocida, que refleja los distintos grados en letras que van, de la calificación más alta “AAA”, que expresa *una capacidad extremadamente fuerte de cumplir con compromisos financieros*, a la calificación más baja “D” que denota *incumplimiento de pagos sobre sus compromisos financieros*. La calificación “BBB” constituye una bisagra, mostrando el nivel más bajo dentro de la categoría de grado de inversión.

Cuadro III. Categorías de calificación de riesgo.

Grado de Inversión - Investment grade	
Máxima calidad crediticia	AAA
Calidad crediticia muy elevada	AA+ AA AA-
Calidad crediticia elevada	A+ A A-
Calidad crediticia buena	BBB+ BBB BBB-
Grado Especulativo - Non investment grade	
Especulativo	BB+ BB BB-
Altamente especulativo	B+ B B-
Riesgo crediticio vulnerable	CCC CC C
Default	D
Incumplimiento de información	E

Fuente: Erpen 2010:35

Actualmente existen seis agentes calificadoras registradas en la CNV que analizan Fideicomisos: Moody's, S&P, Fix, Evaluadora Latinoamericana, Pro Ratings y UNTREF. Ésta última se incorporó luego del dictado de la Ley del mercado de capitales que habilita a las universidades públicas, previa inscripción en la CNV, a prestar tal servicio.

4. Fideicomiso Financiero PyME

La Ley 26.831, prevé que la CNV podrá establecer regímenes diferenciados de autorización de oferta pública a fin de promover el acceso al mercado de capitales especialmente de las pequeñas y medianas empresas. No obstante, por muchos años no existió una definición formal de Fideicomiso Financiero PyME, mientras que las Entidades Organizadoras intentaban encuadrarlos en dicha categoría a fin de atraer la suscripción por parte de los Fondos Comunes de Inversión PyMEs fondeados en gran medida por las compañías de seguro y cuyas abultadas ofertas generalmente forzaban a la tasa de corte a la baja.

Recién en el año 2016, la CNV incorpora por primera vez una definición que no hizo más que plasmar las prácticas que se habían implementado con el objetivo de colocación antes mencionado.

A partir de tal regulación, son considerados Fideicomisos Financieros destinados al financiamiento de PyMEs aquéllos que reúnen al menos una de las siguientes características distintivas: a) que la/las Empresa/s Fiduciante/s califiquen como PyMEs CNV; b) que en el caso de Empresas Fiduciantes que no reúnan la condición de PyMEs CNV, al menos el 70% del monto del activo fideicomitado, considerando su valor nominal, se encuentre conformado por derechos o créditos provenientes de operaciones celebradas con PyMEs CNV; c) que en las emisiones con pluralidad de Empresas Fiduciantes, al menos el 70% del monto del activo fideicomitado, considerando su valor nominal, se encuentre conformado por derechos o créditos transferidos por la/las Entidades Fiduciante/s que califiquen como PyMEs CNV y/o por derechos o créditos provenientes de operaciones celebradas con PyMEs CNV; d) que los suscriptores y las suscriptoras iniciales de los valores negociables fiduciarios asuman la condición de Personas/Empresas Fiduciantes y realicen aportes dinerarios para la adquisición de valores emitidos por micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMEs) ó e) que la emisión se encuentre avalada por una Sociedad de Garantía Recíproca y/o un Fondo de Garantía de Carácter Público inscripto ante el BCRA.

Sin embargo, a diferencia de los otros instrumentos PyMEs regulados por la CNV que cuentan con ventajas que tienden a reducir los costos de emisión (regímenes de información más laxos, aranceles diferenciados, entre otros), en el caso del Fideicomiso Financiero, su tipificación no conlleva más ventajas que la de sumar una entidad suscriptora adicional, los Fondos Comunes de Inversión PyME. Eventualmente, si la Sociedad Fiduciaria contase con un Programa Global PyMe previamente autorizado, entonces la Empresa Fiduciante que reuniese tal condición puede adherirse y de esta forma ahorrarse los costos y los tiempos que demandan la redacción y autorización de un programa a su medida.

Capítulo IV. Estructuración financiera.

Detectada la oportunidad de financiamiento a través del FFOP, habrá que diseñar la estructura que mejor logre los objetivos planteados. Para ello, habrá que analizar los activos disponibles de la compañía sin perder de vista las

preferencias de los y las inversionistas. Dado que el éxito de la colocación no está garantizado, los títulos se deben estructurar logrando un equilibrio entre las necesidades financieras de la Empresa Fiduciante y las condiciones de mercado impuestas por los y las inversionistas, especialmente en cuanto a moneda, plazo, riesgo y rendimiento.

Tal como se expuso en el Capítulo III, corresponde a la Firma de Asesoría Financiera o frente a su ausencia, a la Entidad Organizadora, diseñar la estructura financiera de la emisión, la cual puede resumirse en los siguientes diez pasos:

1. Selección de la cartera fideicomitida

Para poder seleccionar la cartera fideicomitida, primero hay que definir los *criterios de elegibilidad* que deberán reunir los créditos a ser cedidos en propiedad fiduciaria. Tal como se expuso en el Capítulo II, atañe a la Entidad Organizadora, corroborar en una etapa previa y de forma preliminar que la Empresa Fiduciante sea capaz de originar una cartera de créditos susceptible de ser titulizada en cuanto a montos, grado de atomización, cantidad de deudores/as, plazos, índices de atrasos y que los documentos contengan la leyenda que permita su cesión²⁸, de forma que, en esta instancia, no surjan mayores sorpresas en relación con este tema. Al respecto, vale aclarar que la definición de tales requisitos es totalmente consensuada entre las partes, pudiendo también intervenir la Sociedad Fiduciaria, siempre buscando un equilibrio entre una estructura segura para el o la inversionista y un costo financiero competitivo para la Empresa Fiduciante²⁹. A modo de ejemplo, y en

²⁸ De acuerdo con lo previsto en los artículos 70 a 72 de la Ley 24.441, no se requiere la notificación al deudor cedido siempre que los documentos respaldatorios de los créditos contengan la siguiente leyenda: *“El presente crédito podrá ser cedido en propiedad fiduciaria sin necesidad de notificación expresa al deudor, de acuerdo con los artículos 70 a 72 de la Ley 24.441”*. Recientemente, la Ley 27.440 ha incorporado algunos cambios a los citados artículos, permitiendo que ante la inexistencia de la mencionada leyenda, la notificación al deudor cedido de la transferencia del crédito pueda efectuarse a través de la publicación en el sitio electrónico de la CNV.

²⁹ Se refiere al equilibrio entre fijar requisitos muy exigentes que deriven en una cartera reducida con pocos créditos que efectivamente los cumplan (alto costo de financiamiento) y establecer muy pocos criterios de elegibilidad a fin de lograr un monto abultado de financiamiento (alto riesgo para el inversor).

miras de estructurar un bono senior que alcance una calificación mínima de “AA”, en una titulización de créditos comerciales podrían fijarse los siguientes criterios de elegibilidad: a) que los deudores cedidos y las deudoras cedidas se encuentren en situación 1 en la central de riesgo crediticio del BCRA a la fecha de cesión; b) que los deudores y las deudoras no hayan tenido cheques rechazados por falta de fondos suficientes en los últimos 2 años “sin rescatar”; c) que los deudores y las deudoras no tengan más de cinco cheques rechazados alternados, durante ese período, aunque hubiesen sido rescatados; d) que los créditos transferidos no sean producto de ninguna refinanciación; e) que los deudores y las deudoras no se encuentran en concurso, acuerdo preventivo extrajudicial, ni cuenten con pedidos de quiebra; f) que los deudores y las deudoras hayan desarrollado sus actividades por un plazo no menor a 2 años; g) que el total de operaciones agrupe a más de 100 clientes y clientas y h) que ningún deudor ni ninguna deudora supere el 3% de la cartera a fideicomitir. Adicionalmente, si quisiera encuadrarse al Fideicomiso dentro de la categoría PyME³⁰ y la Empresa Fiduciante no revistiera tal calidad, podría exigírsele a la cartera que al menos el 70% del monto del activo fideicomitado, considerando su valor nominal, se encuentre conformado por créditos provenientes de operaciones celebradas con tal tipo de empresas.

En segundo lugar, en base a la fecha estimada de colocación de los valores fiduciarios, la Firma de Asesoría Financiera deberá fijar una *fecha de corte*, es decir, aquella fecha a partir de la cual, los flujos de cobros pertenecen al Fideicomiso. De esta forma, se deberán seleccionar créditos que cumplan con los criterios de elegibilidad antes mencionados y con vencimientos posteriores a la fecha de corte. Toma relevancia aquí la labor de la Entidad Organizadora al estimar las fechas del cronograma y su seguimiento posterior para evitar demoras en el proceso de estructuración, ya que pudiera ocurrir que se alcance la fecha de corte sin haberse colocado aun los títulos. Esta situación obligaría a la Empresa Fiduciante a rendir la cobranza de los créditos cedidos en la cuenta

³⁰ Tal como se expuso en el Capítulo III.4, dicha calificación habilitaría la suscripción de los valores Fiduciarios por parte de los Fondos Comunes de Inversión PyME, otorgándole liquidez a la colocación primaria.

fiduciaria a partir de la fecha de corte, pero en forma previa a la obtención del financiamiento buscado, ocasionándole claramente un descalce financiero.

Frecuentemente ocurre que, al inicio del proceso, la Empresa Fiduciante no dispone de la cartera total para ser titulizada, sino que la misma será originada en un plazo de 2 a 4 meses. En tal caso, resulta importante que tanto los créditos vigentes como los futuros cumplan con los criterios de elegibilidad definidos. En este escenario, la cartera se irá seleccionando en la medida que se vaya originando y cediendo al Fideicomiso³¹ en lotes hasta completar el monto total de emisión, pudiendo obtener la Empresa Fiduciante un financiamiento previo a la colocación de los valores fiduciarios denominado underwriting o crédito puente. Esta alternativa ofrece dos ventajas importantes: por un lado, le otorga la Empresa Fiduciante la liquidez necesaria para originar nuevos créditos y de esta forma completar el monto de emisión estimado y por el otro, hace más eficiente la asignación de recursos disponiendo de desembolsos parciales en la medida de sus necesidades. De lo contrario, la Fiduciante podría encontrarse en la fecha de emisión de los valores fiduciarios con una importante suma de dinero sin una asignación inmediata y con los intereses de los títulos corriendo.

Identificada la cartera a ceder, corresponde armar el flujo teórico mensual de cobranza. A tal fin se deben agrupar los flujos de acuerdo con su mes de vencimiento.

2. Cálculo del Valor Fideicomitado de los créditos

Recordando los conceptos vertidos en el Capítulo III, el Valor Nominal (VN) de los créditos equivale a la suma de las cuotas de capital e interés (C) a cobrar en cada fecha de vencimiento.

$$VN = \sum C_1 + C_2 + \dots + C_n$$

³¹ Se trata de un Fideicomiso Financiero privado que se encuentra en proceso de estructuración, con trámite de oferta pública iniciado en CNV y que completará dicho trámite una vez que se logre alcanzar el monto de emisión propuesto.

Mientras que el Valor Fideicomitado (VF) de los créditos corresponde al valor actual o descontado de dicho Valor Nominal.

$$VF = \frac{C_1}{(1+i)^1} + \frac{C_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+i)^n}$$

donde:

i: es la tasa de descuento utilizada

n: es el período transcurrido entre la fecha de corte y la fecha de vencimiento de cada cuota.

Por lo cual, la diferencia entre el Valor Nominal y el Valor Fideicomitado arroja el Valor de Descuento (VD).

$$VD = VN - VF$$

Entonces, a fin de calcular el Valor Fideicomitado de los créditos, habrá que descontar cada flujo futuro de fondos por el plazo transcurrido entre la fecha de vencimiento de cada cuota y la fecha de corte fijada en el paso 1, a una determinada tasa de descuento. Al respecto no debe confundirse tasa de descuento (TIR) de los flujos futuros de pago de los valores fiduciarios con la tasa de descuento de los flujos futuros de cobranzas. Mientras que la primera refleja las preferencias de los y las inversionistas a la hora de establecer el precio de compra de los títulos (este tema se abordará en el Capítulo V), la segunda no representa ningún valor de mercado y su cálculo se obtiene como consecuencia de la determinación del Valor de Descuento.

Partiendo de la base que se trata de una estructura pass-through, es decir, que el flujo de fondos generado por los activos, deducidos los gastos e impuestos, se afecta en su totalidad al pago a los y las inversionistas, el Valor Fideicomitado de los créditos debe alcanzar para cancelar el valor de emisión de los valores fiduciarios, y por ende el Valor de Descuento debe cubrir el resto de las erogaciones: gastos, mora o incobrabilidad, impuestos, intereses de los valores de deuda fiduciaria y renta de los certificados de participación. En función de lo expuesto, habrá que conocer el monto de dichos conceptos para luego determinar el Valor de Descuento y por último calcular la tasa de descuento que arroja ese valor. No obstante, nos encontramos frente a una referencia circular

que intentaremos resolver fijando un valor aleatorio con muchas probabilidades de tener que corregirla de acuerdo a lo previsto en el punto 9 del presente Capítulo.

3. Determinación del Valor Nominal de los Valores Fiduciarios

En esta etapa, comienza el proceso de estructuración de los valores fiduciarios. Para ello, la Firma de Asesoría Financiera deberá determinar las clases de títulos a emitir, el grado de subordinación entre ellos y el porcentaje de participación de cada clase respecto del Capital y del Valor Fideicomitado de los créditos.

Resulta fundamental en esta instancia, la ingeniería financiera que diseñe la Firma de Asesoría Financiera para satisfacer la demanda de los y las inversionistas en cuanto a riesgo, rendimiento y plazo. A su vez, la posibilidad de que un mismo Fideicomiso emita diferentes clases de valores fiduciarios permite la concurrencia de inversionistas con distinta tolerancia al riesgo, horizonte temporal y rendimiento esperado.

De esta forma, el Fideicomiso, como herramienta de financiamiento estructurado, reconoce para la Empresa Fiduciante una nueva ventaja respecto de los otros instrumentos de financiamiento que ofrece el mercado de capitales, toda vez que a través de la selección de una cartera de créditos homogénea y la emisión de diferentes títulos subordinados entre sí, puede disminuir el riesgo asociado al activo subyacente obteniendo una mejora en la calificación crediticia.

A modo de ejemplo, si una hipotética estructura financiera cuyo título senior representa el 90% del capital de los créditos cedidos, ha sido calificado “AA”, manteniendo el resto de las condiciones inalteradas, el mismo título debiera mejorar su calificación si en la nueva estructura propuesta pasa de una subordinación del 10% al 20% (80% del capital de los créditos). De la misma forma, si un título que originalmente subordinaba el pago del capital al pago de los intereses del VDF B (estructura semisecuencial), se estructura de forma secuencial, es decir que no reconoce el interés del bono subordinado (VDFB) hasta que no se encuentre totalmente cancelado el bono senior (VDFA), no sólo debiera mejorar su calificación sino también reducir su duration.

4. Estimación del flujo teórico de egresos

Corresponde aquí identificar los conceptos e importes que, en esta instancia, se deducirán de los flujos teóricos de cobranzas, específicamente los créditos morosos e incobrables, gastos y el impuesto sobre los ingresos brutos.

Respecto de la estimación de los índices de mora, incobrabilidad y precancelaciones que se aplicarán sobre la cartera seleccionada, deberá evitarse cualquier procedimiento automático que no esté fundado en las características particulares del activo en cuestión, en el comportamiento histórico de la cartera total de la Empresa Fiduciante durante los últimos tres años (mínimo) y en la proyección de las principales variables macroeconómicas que pudieran desviar la dirección de la actuación pasada. Se repite aquí el binomio seguridad - costo, ya que una estimación en exceso de los índices de mora e incobrabilidad redundará en un mayor costo financiero para la Fiduciante, mientras que un cálculo improvisado puede perjudicar al o a la inversionista.

A efectos de estimar los gastos, por un lado, deberá tomarse las propuestas comerciales de las diferentes entidades participantes y proyectar los pagos de honorarios y por el otro estimar los egresos en concepto de gastos bancarios, sellados, aranceles, certificaciones, derechos de listado y gastos varios de administración. Si bien su cálculo constituye un proceso sencillo, no debiera subestimarse ya que cualquier estimación en defecto generará un menor flujo de fondos para repagar los títulos.

Por último, deberá proyectarse el impuesto sobre los ingresos brutos, cuya base imponible está determinada por el Valor de Descuento de los créditos a devengarse en forma mensual. En cuanto a la alícuota se propone adoptar una política conservadora y utilizar una de las más elevadas, simplificando el proceso sin mayores precisiones en esta instancia respecto de la aplicación o no del convenio multilateral.

En el supuesto que la cuenta fiduciaria no gozara de la exención en el impuesto a los créditos y débitos en cuenta corriente bancaria, corresponderá también estimar su cálculo.

Cabe remarcar que en los contratos de Fideicomisos se establece la facultad de la Sociedad Fiduciaria de invertir y colocar en forma transitoria los fondos líquidos disponibles, hasta tanto sea necesario aplicarlos al pago de gastos, impuestos o servicios de los valores fiduciarios. Dada la dificultad para estimar esos ingresos y considerando que su omisión no perjudica a los y las inversionistas, se propone no computarlos en la estructuración, aunque existen casos donde se incluye una cifra por tal concepto. En su defecto, en la práctica se devengará una renta del certificado de participación mayor a la estimada en los flujos teóricos.

5. Cálculo de los Intereses de los valores de deuda fiduciaria

En esta etapa la Firma de Asesoría Financiera deberá dar participación a las Entidades Colocadoras a fin de fijar la tasa facial de mercado que devengarán los títulos.

En caso de establecerse una tasa de interés variable, las características particulares del instrumento obligan a establecer una tasa máxima de interés para cada título, ya que su repago depende de un flujo limitado. Por este motivo, los y las inversionistas que acotan su rendimiento frente a subas significativas de las tasas de interés exigen que también se fije una tasa mínima. Excepcionalmente, si el activo cedido tiene la particularidad de devengar una tasa variable, entonces no resulta necesario fijar una tasa máxima ni mínima para los valores fiduciarios.

Sobre este tema, debe considerarse la posibilidad que, frente a una demora excesiva en la autorización de oferta pública, pudiera resultar que las tasas faciales queden desactualizadas. En tal escenario, se puede optar por adecuarlas a las tasas vigentes de mercado o por delegar en los y las inversionistas la tarea de ajustar dicho desfase valuando los títulos a un precio bajo o sobre la par, es decir licitando una TIR mayor o menor respectivamente. La primera de las alternativas no es sencilla, ya que, en esa instancia, actualizar las tasas faciales implica volver al paso 2, es decir modificar la estructura corrigiendo la tasa de descuento, emitir un nuevo dictamen de calificación, adecuar toda la información en el prospecto y que la CNV realice una nueva revisión con mayores demoras.

6. Cálculo del Impuesto a las Ganancias

Recientemente se ha sancionado la Ley 27.440 que prevé un régimen de transparencia fiscal para los Fideicomisos Financieros con Oferta Pública que será abordado con más detalle en el Capítulo VII. Si bien la Administración Federal de Ingresos Públicos aún no ha reglamentado tal encuadre impositivo, la CNV exige su implementación en los Fideicomisos estructurados con posterioridad al dictado de la citada ley y que no realicen inversiones en el exterior. En dichos casos, el Fideicomiso no debe afectar recursos para hacer frente al pago del impuesto a las ganancias, sino simplemente proceder a su cálculo e informarlo a los tenedores y las tenedoras, quienes deberán incluir las ganancias que distribuya el Fideicomiso en sus propias declaraciones juradas brindándoles el tratamiento que las normas generales del tributo disponen para el tipo de ganancia que se trate, de no haber mediado el Fideicomiso. Claramente este novedoso método simplifica la estructuración del Fideicomiso evitándose los cálculos que se exponen a continuación y eventualmente también reduce el costo de financiamiento.

En aquellos casos que no proceda la transparencia fiscal, se procederá al cálculo del impuesto a las ganancias en cabeza del Fideicomiso. No es casual el orden asignado a esta tarea, ya que para su cálculo se requiere conocer no sólo los ingresos devengados sino también los gastos, impuestos sobre los ingresos brutos e intereses de los valores fiduciarios (conceptos deducibles).

Respecto de los ingresos, su determinación coincide con el ya efectuado al estimar el impuesto sobre los ingresos brutos, mientras que respecto de los conceptos deducibles se propone utilizar la proyección de egresos del punto 4 y calcular los intereses de los valores fiduciarios a la tasa mínima. Sin embargo, se presenta una complejidad adicional al querer determinar el valor residual de los valores fiduciarios para calcular los intereses devengados, cuando aún se desconoce uno de los conceptos que afectan el saldo neto a pagar a los beneficiario y beneficiarias. Por el momento, dejamos este tema en manos de la habilidad de la Firma de Asesoría Financiera para programar una planilla que sortee tal referencia circular y volveremos a retomarlo en el Capítulo VII.

Los incobrables merecen una consideración especial, ya que, a los fines de determinar el impuesto a las ganancias, sólo pueden deducirse aquellos créditos que cumplan determinados requisitos³². Por ese motivo y considerando que no se afectan los intereses de los y las inversionistas, se propone no estimar ninguna deducción por dicho concepto.

7. Determinación del saldo neto a pagar a los Beneficiarios y las Beneficiarias

Este paso es uno de los más sencillos de todo el proceso y consiste simplemente en deducir del flujo teórico mensual de cobranzas, los incobrables, gastos e impuestos estimados en las etapas precedentes.

En julio de 2018, la CNV ha regulado la exposición del flujo de fondos teórico y el contenido de este. Al respecto, el prospecto y/o suplemento de prospecto deberá contener un análisis de los flujos de fondos esperados con periodicidad mensual (salvo en los casos que por las características propias de los bienes fideicomitidos requiera una periodicidad diferente), indicando el nivel de mora, incobrabilidad, precancelaciones, gastos, impuestos, honorarios, régimen de comisiones, todo factor de “estrés” que afecte la cartera, como así también otras variables ponderadas para su elaboración. Adicionalmente, se deberán contemplar, de corresponder, aquellas previsiones para la inversión transitoria de fondos excedentes. Si bien, la elaboración de dicho cuadro constituye una

³² Decreto 1344/98, artículo 136 - Pueden deducirse los quebrantos por incobrables cuando se verifique alguno de los siguientes índices de incobrabilidad: a) Verificación del crédito en el concurso preventivo. b) Declaración de la quiebra del deudor/a. c) Desaparición fehaciente del deudor/a. d) Iniciación de acciones judiciales tendientes al cobro. e) Paralización manifiesta de las operaciones del deudor/a. f) Prescripción. En los casos en que, por la escasa significación de los saldos a cobrar, no resulte económicamente conveniente realizar gestiones judiciales de cobranza, y en tanto no califiquen en alguno de los restantes índices arriba mencionados, igualmente los malos créditos se computarán siempre que se cumplan concurrentemente los siguientes requisitos: I) El monto de cada crédito, no deberá superar el importe que fije la AFIP (actualmente el importe es \$ 10.000.- Resolución General AFIP 2.791 B.O. 8/6/2010). II) El crédito en cuestión deberá tener una morosidad mayor a 180 días de producido su vencimiento. III) Debe haberse notificado fehacientemente al deudor/a sobre su condición de moroso/a y reclamado el pago del crédito vencido. IV) Deben haberse cortado los servicios o dejado de operar con el deudor moroso. En el caso de créditos que cuenten con garantías, los mismos serán deducibles en la parte atribuible al monto garantizado sólo si a su respecto se hubiese iniciado el correspondiente juicio de ejecución.

etapa esencial del proceso de estructuración, la novedad radica en que ahora el o la inversionista tiene acceso al mismo, a través del prospecto.

8. Estimación del flujo teórico de pago

Como primera medida, deberá determinarse la base de cálculo a fin de evitar dudas respecto de la cantidad de días utilizados para devengar los intereses de los valores fiduciarios. Existen varias alternativas para determinar la base, aunque las fórmulas más empleadas son: el método comercial (360/360), que computa un año de 360 días con meses de 30 días y el método calendario (365/365), que computa un año de 365 días con meses de acuerdo a la cantidad de días reales que surja del calendario.

Por convención, el flujo teórico de pago de los valores de deuda fiduciaria se calcula a la tasa mínima, mientras que la renta de los certificados de participación se calcula por diferencia, es decir, el flujo remanente una vez cancelados todos los gastos, impuestos, capital e interés (tasa mínima) de los valores de deuda fiduciaria y capital de los certificados de participación. Como consecuencia de ello, cualquier aumento en la tasa de interés por sobre su umbral mínimo, repercutirá en una menor rentabilidad del certificado de participación.

A fin de armar los distintos cuadros de pago de servicios, se deberá respetar el esquema seleccionado para esta estructura, es decir secuencial o semisecuencial.

Por último, corresponde la participación de la Firma de Asesoría Legal, a fin de incorporar la definición de los principales conceptos en el prospecto: cascada de pago, período de devengamiento, período de cobranza, valores fiduciarios, tasa de referencia, entre otras.

9. Ajustar la Tasa de Descuento de acuerdo con el rendimiento requerido para los certificados de participación.

Tal como se expuso en el punto 2, en esta instancia puede surgir la necesidad de ajustar la tasa de descuento toda vez que en el punto 8 los certificados de participación hayan arrojado una renta negativa, es decir, que el Valor de Descuento no alcanza para cancelar todos los conceptos comprometidos. En

ese caso, deberá redefinirse una tasa de descuento mayor. Por el contrario, si el CP arrojara una renta abultada, podría ajustarse la tasa de descuento sugiriendo un porcentaje inferior.

Tratándose de un bono totalmente subordinado, de elevado riesgo de incumplimiento en comparación con el resto de los títulos emitidos, con una calificación crediticia que no alcanza el grado de inversión, suele denominárselo bono basura (junk bond) o de grado especulativo. No obstante, el mercado de bonos basura suele contar con especialistas que buscan un mayor rendimiento a cambio de asumir un mayor riesgo, mientras que las instituciones inversoras muchas veces tienen vedada la inversión en activos cuyo rating sea inferior al grado de inversión. Por su parte, los suscriptores y las suscriptoras de certificados de participación asumen riesgos ilimitados (subas en las tasas de interés, aumento en las alícuotas impositivas, incremento en los índices de incobrabilidad, imposición de nuevos tributos, entre otros), mientras que su rendimiento permanece acotado ya que no existe la posibilidad de que los créditos cedidos generen utilidades mayores a las estimadas. Por este motivo, los certificados de participación entran en una categoría aun peor que la de bonos basura, no existiendo prácticamente inversionistas que los suscriban y por lo tanto es la Empresa Fiduciante quien los recibe como parte de pago de la cartera cedida. Indirectamente, este hecho promueve una mejor gestión de cobranza de los créditos cedidos, que tal como se mencionó en el Capítulo II, en la mayoría de los casos permanece a cargo de la Empresa Fiduciante. En tal caso, existe una alineación de intereses entre la Fiduciante y los y las inversionistas, ya que si ésta en su doble rol de Beneficiaria y Agente de Cobro, empleara procesos más relajados de cobranzas de las carteras securtizadas respecto de las que conserva en su activo, se estaría perjudicando a sí misma, toda vez que vería reducido el rendimiento de los certificados de participación que no olvidemos conserva en su cartera de inversiones. De esta forma, la Empresa Fiduciante, al retener una exposición significativa en el Fideicomiso, demuestra que tiene un incentivo financiero concreto respecto de su desempeño con posterioridad a la colocación de los valores fiduciarios.

10. Corroborar que se cumplan las exigencias de los y las inversionistas.

Por último, resta analizar la razonabilidad de la estructura diseñada. Es decir, que se haya logrado un producto atractivo para las y los inversionistas en cuanto a los montos, rendimientos, plazo y riesgo.

Más allá de los controles propios de los y las profesionales que intervienen en la organización del Fideicomiso, la estructura debe superar el filtro del consejo de calificación de la agencia calificadora de riesgo a fin de alcanzar una calidad crediticia elevada. De lo contrario habrá que ajustar las variables necesarias o incorporarle nuevas mejoras crediticias para asegurar el éxito de la colocación.

En el Capítulo VI se analizará el costo financiero para la Empresa Fiduciante, corroborando que la estructura goce de la armonía seguridad - costo.

Capítulo V. Colocación primaria, la tasa de corte.

Lograda la estructura que mejor refleje las necesidades financieras de la Empresa Fiduciante y las preferencias de los y las inversionistas, resta definir los esfuerzos que se realizarán para la colocación primaria de los valores fiduciarios, los cuales no sólo deberán describirse detalladamente en el prospecto, sino que, con posterioridad a la emisión de los títulos, deberá acreditarse la efectiva realización de tales actividades.

Al respecto, Malumián (2006) resalta que el elemento crucial es el “esfuerzo de colocación” de lo que se deriva que: a) no basta la mera autorización por oferta pública a los fines fiscales, y b) no se requiere una “adquisición pública”, en otras palabras, no es necesario que los valores negociables sean efectivamente adquiridos por múltiples personas en su colocación primaria (lo contrario, no sólo no es exigido por la normativa fiscal sino que violaría la finalidad tuitiva del inversor que claramente tiene la ley 17.811) (p. 46).

Adicionalmente, las normas de la CNV³³ exigen el cumplimiento de determinadas pautas mínimas que se deberán cumplir en la colocación primaria. Entre ella, exige la publicación del prospecto en su versión definitiva, y un aviso de colocación, por un plazo mínimo de antelación de 3 días hábiles (período de difusión) con relación a la fecha de inicio de la licitación (período de licitación). No obstante, no limitan la suscripción a inversores calificados o inversoras calificadas³⁴ ni requieren el empleo de ningún método de colocación en particular, con lo cual podría utilizarse cualquiera de los dos sistemas más utilizados en la Argentina:

a) Formación de libro (book building): sistema que reúne tres etapas, una primera en la cual se receptan las manifestaciones de interés no vinculantes de los y las inversionistas, una segunda donde la emisora en función del relevamiento de mercado efectuado fija el precio de colocación y una tercera en la cual los y las inversionistas que aceptan las pautas fijadas por la emisora ratifican su voluntad de suscripción, quedando las ofertas firmes y vinculantes. Si bien a través de este sistema se determina un precio único, cuando el nivel de ofertas supera la demanda, la adjudicación de los títulos se realiza de manera subjetiva.

b) Subasta o licitación pública: sistema donde todas las ofertas ingresadas son firmes y vinculantes y que admite tres variantes:

Subasta Holandesa (Dutch Auction) o de precio uniforme: consiste en licitar tasa o precio para cada título. Las ofertas de suscripción recibidas se ordenan en forma ascendente por tasa o descendente por precio. De esta forma, todas las ofertas se adjudican a una única tasa (precio) de corte, que es el valor ofrecido por el o la inversionista cuya oferta completa el libro. Las ofertas de los y las inversionistas que licitaron a una tasa superior (o precio inferior) a la de corte, quedarán automáticamente rechazadas. De esta forma, aquellos y aquellas oferentes que quisieran

³³ Resolución General Nro. 662 - "Colocación Primaria, Capítulo IV, Título VI de las Normas (N.T. 2013 y mod.)" del 05/05/2016.

³⁴ Tampoco en el caso de los Fideicomisos Financieros PyME, que tal como se explicó en el Capítulo III.4, las normas no prevén ninguna flexibilidad respecto de régimen informativo.

evitar el rechazo de sus ofertas debieran adoptar una actitud más agresiva, licitando tasas más bajas (o precios más altos), asumiendo el riesgo de que la mayoría adopte la misma política y finalmente la tasa de corte quede en niveles por debajo de los valores de mercado.

Subasta Americana o de precio múltiple: de características similares a la anterior, aunque difiere en que no se determina una única tasa (precio) de corte, sino que, completado el libro, cada demandante suscribe el título a la tasa (precio) ofrecida, siempre que sea igual o inferior a la tasa de corte. Las ofertas de los y las inversionistas que licitaron a una tasa superior (o precio inferior) a la de corte, quedarán automáticamente rechazadas. A diferencia de la subasta holandesa, aquí no resulta conveniente adoptar una actitud agresiva, asegurándose la adjudicación ofreciendo tasas bajas (o precios altos), ya que la adjudicación se realiza a cada oferente a la tasa demanda.

Subasta Holandesa Modificada: este tercer método es una variante de la subasta holandesa de precio uniforme, y permite que aquellas personas menos expertas queden desobligadas de fijar una tasa (precio). De esta forma, las ofertas menores a un determinado monto que determina la Entidad Colocadora y que se expone en el prospecto (Ejemplo: \$200.000), constituyen el tramo no competitivo y resultan adjudicadas automáticamente a la tasa de corte. Por el contrario, las ofertas que superan dicho monto se denominan tramo competitivo y por considerarse que se trata de inversionistas con expertise, deben licitar tasa (precio).

Ariel Más (2008) se pregunta y responde:

¿qué análisis deberá realizar quien considera invertir en un título? Quien compra un título está comprando el derecho a recibir cada uno de los pagos futuros de intereses y amortizaciones, con los que el emisor cancelará la deuda, por lo tanto, deberá establecer el valor actual de dichos pagos futuros, a una tasa de interés que él considere conveniente (p. 21).

Dicha tasa, no es otra cosa que la tasa interna de retorno (TIR), es decir, la tasa que iguala el valor actual del flujo futuro de caja del título, al precio de este,

siempre que el título sea mantenido en cartera hasta su vencimiento y que los flujos intermedios del título se puedan reinvertir a la misma tasa.

Por lo tanto, el precio del bono al momento de la colocación primaria (P) equivale al valor actual de los pagos de servicios en concepto de capital e interés a cobrar por el o la inversionista (C), descontados a la TIR.

$$P = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n}$$

donde:

r: es el rendimiento exigido por los y las inversionistas (TIR), sobre este concepto nos explayaremos en el Capítulo VI.

n: es el período transcurrido entre la fecha de emisión y la fecha de vencimiento de cada servicio de capital e interés.

De la fórmula se desprende que existe una relación inversa entre el precio del bono y su TIR. Es decir, que el precio del bono bajará ante una mayor exigencia de rendimiento (mayor TIR) y subirá cuando dicha tasa baje. Sin embargo, en el caso particular de los valores de deuda fiduciaria, el precio también se ve afectado por la existencia o no de un cupón corrido (aun en la colocación primaria). El hecho que el título no comience a devengar intereses desde la fecha de emisión, sino desde una fecha anterior (fecha de corte u otra), hace que se acumulen intereses hasta la fecha de su cálculo y que ello repercuta en un mayor precio de compra.

A partir de los pagos de servicios y del precio del título, se puede calcular su duration. Tal concepto desarrollado por Frederick R. Macaulay en el año 1938, es una suerte de medida estandarizada del plazo promedio ponderado de vida de un bono, independientemente de la estructura de su flujo de fondos (pagos de capital e interés). El valor de la duration está relacionado en forma directa con el tiempo remanente de vida de un bono, es decir a mayor tiempo remanente, mayor duration (Erpen, 2010:196).

$$Duration \text{ (en meses)} = \frac{\sum_{t=1}^n t \times \frac{(C_t)}{(1+r)^t}}{\frac{P}{30}}$$

donde:

t: es el plazo, en días, desde la fecha de emisión hasta cada fecha de pago de servicios (interés y/o amortización).

C: son los servicios de pago de interés y/o amortización a recibir desde la emisión del título hasta su vencimiento.

P: es el precio del bono, es decir, el valor actual de los pagos de servicios en concepto de capital e interés.

n: es el número de pagos a recibir hasta el vencimiento.

r: es el rendimiento exigido al bono (TIR).

De los mecanismos enumerados, la subasta holandesa modificada constituye el más utilizado en las colocaciones primarias de valores fiduciarios. Este sistema no sólo asegura un trato igualitario entre los y las inversionistas con y sin experiencia, minimizando las distorsiones causadas por la información asimétrica, sino que también contribuye al descubrimiento de tasas (precios) de mercado, toda vez que las ofertas son vinculantes y la adjudicación se hace a un único valor denominado tasa (precio) de corte.

Tal como vimos en el Capítulo I, los valores de deuda fiduciaria suelen devengar una tasa de interés variable equivalente a la tasa Badlar más determinados puntos básicos con un mínimo y un máximo. Esto plantea una complejidad a la hora de calcular los flujos futuros de los servicios a cobrar, ya que se desconoce de antemano el importe de intereses que van a pagar en cada fecha de vencimiento, toda vez que los mismos se irán calculando mes a mes según las tasas diarias que publica el BCRA para el período en cuestión. Por tal motivo, existen tres alternativas para resolver este problema: a) calcular los flujos a la tasa mínima establecida, b) calcularlos a la tasa máxima o c) tomar la tasa Badlar vigente a la fecha de cálculo y proyectarla como si se fuera a mantener en ese valor hasta el vencimiento del título.

En la práctica existe consenso en tomar la primera variante, es decir, proyectar los flujos futuros de pago de intereses utilizando la tasa mínima. No obstante, cuando las tasas de mercado superan considerablemente la tasa mínima establecida para el bono en cuestión, en paralelo se suele realizar el mismo

cálculo utilizando la tasa Badlar vigente a fin de realizar un análisis con un valor más próximo a la realidad del momento³⁵.

La metodología descripta se ejemplifica en el siguiente cuadro que muestra el armado de un libro para la colocación de un VDF senior de VN \$95.000.000.

Oferta	Hora	Colocador	Categoría	V.N.	Precio/tasa	V.N. Acum
1	14:12	XX ALyC	Persona Física	150.000,00	-	150.000,00
2	14:35	YY ALyC	Persona Física	75.000,00	-	225.000,00
3	14:37	XX ALyC	Persona Física	120.000,00	-	345.000,00
4	15:31	JJ ALyC	F.C.I.	30.000.000,00	25,70%	30.345.000,00
5	15:44	XX ALyC	Entidades Financieras	15.000.000,00	26,00%	45.345.000,00
6	15:44	ZZ ALyC	Cías Privadas	7.500.000,00	26,30%	52.845.000,00
7	15:43	XX ALyC	Cías. Seguros	12.400.000,00	26,45%	65.245.000,00
8	15:40	JJ ALyC	F.C.I.	20.000.000,00	26,45%	85.245.000,00
9	15:44	XX ALyC	F.C.I.	11.500.000,00	26,50%	96.745.000,00
10	15:44	XX ALyC	F.C.I.	5.000.000,00	26,50%	101.745.000,00
11	15:44	JJ ALyC	F.C.I.	8.200.000,00	27,20%	109.945.000,00
12	15:48	JJ ALyC	F.C.I.	13.000.000,00	27,60%	122.945.000,00
13	15:50	ZZ ALyC	Entidades Financieras	7.500.000,00	27,80%	130.445.000,00
14	15:50	JJ ALyC	F.C.I.	12.000.000,00	28,60%	142.445.000,00
TOTAL OFERTAS				142.445.000,00		

Finalizado el período de suscripción, se procede al cierre del libro de ofertas. En este caso, entre las 14:12hs y las 15:50hs, se han recibido un total de 14 ofertas que suman \$142.445.000 para un valor nominal de emisión equivalente a \$95.000.000, es decir que se registraron sobreofertas del 49,94%. Tal como puede observarse, las ofertas han sido ordenadas en forma ascendente en función de la tasa licitada, siendo el 25,70% la menor tasa ofrecida y el 28,60% la mayor. Así mismo, existen inversionistas que no han licitado ninguna tasa (ofertas Nro 1 a 3). Tales inversionistas entran dentro del tramo denominado “no competitivo”, que en el presente ejemplo se fijó en \$200.000 y resultan adjudicados y adjudicadas a la tasa de corte. Por su parte, la oferta Nro. 9 por \$11.500.000, completa el monto de emisión y por ende fija la tasa de corte en 26,50%. Los y las inversionistas que licitaron una TIR mayor al 26,50% quedan excluidos y/o excluidas (ofertas Nro 11 a 14), mientras que los y las inversionistas que licitaron una TIR menor, resultan adjudicados y/o adjudicadas a la única tasa de corte. No obstante, existen dos ofertas a la tasa del 26,50% (ofertas Nro 9 y

³⁵ Sin embargo, la tasa de corte que surge del proceso licitatorio refleja el valor descontado de los flujos de capital e interés calculados a la tasa mínima.

10), mientras que la sumatoria supera el monto pendiente de adjudicar en \$9.755.000, con lo cual resulta necesario asignar parcialmente dichas ofertas a través de un prorrateo del 59,12%. Es decir que a la oferta Nro 9 se le adjudican \$6.798.940 de los \$11.500.000 licitados, mientras que a la oferta Nro 10 se le adjudican \$2.956.060 de los \$5.000.000 licitados.

Por último, en el caso que el Fideicomiso emita diferentes clases de valores fiduciarios, deberá elaborarse un libro de ofertas para cada uno de ellos, con sus propias tasas (precios) de corte y condiciones de sub o sobrecolocación.

Bajo ningún concepto se podrán compensar las ofertas de un título que superen el monto de emisión, con la de otro título colocado parcialmente. En tal supuesto, por un lado, se rechazarán las ofertas que superen el monto de emisión y por el otro, la Empresa Fiduciante recibirá el remanente de los valores negociables no colocados como parte de pago de la cartera cedida, pudiendo promover luego su colocación en el mercado secundario, especialmente de aquellos títulos que califican dentro del grado de inversión.

Se entiende por mercado secundario aquel en donde intervienen los y las inversionistas con el objetivo de comprar y vender valores negociables que ya han sido emitidos en una colocación primaria. Es decir que, en el mercado secundario, la entidad emisora no interviene y por lo tanto no obtiene nuevo financiamiento. No obstante, recién mencionamos que la Empresa Fiduciante, frente a una colocación primaria no muy exitosa, podía quedarse con los valores fiduciarios como parte de pago de la cartera cedida y luego intentar colocarlos en el mercado secundario, ahora sí completando el financiamiento buscado. Más allá de estas cuestiones particulares propias del Fideicomiso, no existen dudas que tal negociación se da en el ámbito de un mercado secundario y que la Fiduciante interviene como una inversora más, sin necesidad de utilizar alguno de los métodos de colocación mencionados al comienzo del presente Capítulo.

No queremos pasar por alto, que en los 22 años que transcurrieron desde aquella primera emisión de Frávega, no se ha logrado desarrollar un mercado secundario líquido para la negociación de los valores fiduciarios y tal cuestión es usualmente alertada a los y las inversionistas en los prospectos. Si bien existen operaciones

de compra y venta, las mismas no alcanzan un monto negociado significativo ni adquieren regularidad en la negociación como para tomar como referencia los precios de mercado.

Hemos comentado que el mercado Fiduciario argentino tiene la particularidad de emitir valores fiduciarios de corto plazo y que son suscriptos en su mayoría por instituciones inversoras que los conservan hasta su vencimiento (a finish). Tal situación, explica en parte por qué no ha surgido la necesidad de vender los títulos en un mercado secundario. No obstante, tampoco resulta sencillo el cálculo de su precio una vez ocurridos varios pagos de servicios por montos distintos a los teóricos. Esto obliga a los y las inversionistas a estimar el comportamiento futuro de las principales variables involucradas y armar un nuevo flujo teórico de pagos por el período remanente. En esta instancia, sin la ayuda de la Firma de Asesoría Financiera y sin el consenso que implica la información publicada en el prospecto, cada inversionista hará sus cálculos e intentará convencer a la otra parte de la adecuada metodología empleada para determinar el precio³⁶, con el tiempo y los costos que ello demanda. Para realizar tales cálculos, resulta de mucha ayuda la obligación recientemente impuesta por la CNV a las Sociedades Fiduciarias para que publiquen con una periodicidad mensual en su sitio web los informes elaborados por el Agente de Control y Revisión sobre el resultado de las tareas desarrolladas durante la vigencia de cada Fideicomiso. Sin embargo, el hecho que no se exija la publicación en la AIF le priva de herramientas a los y las inversionistas para exigir su efectivo cumplimiento en tiempo y forma.

Capítulo VI. El costo financiero total.

En el Fideicomiso Financiero, al igual que con cualquier otra fuente de financiamiento, la determinación de su costo constituye una cuestión fundamental para resolver su utilización. Resulta lógico entonces que las

³⁶ En noviembre de 2015, First CFA junto con Thomson Reuters diseñaron un método de valuación de Fideicomisos Financieros para promover su negociación en el mercado secundario. Básicamente lo que proponen es publicar un precio diario calculado por una tercera entidad imparcial (First) en base a sus propias estimaciones y ponerlo a disposición de los y las inversionistas como precio de referencia.

personas que ocupan la dirección de la Empresa Fiduciante quieran conocer ese dato en una de las primeras charlas con los y las profesionales de la Entidad Organizadora y en forma previa a la contratación del resto de las entidades participantes. No obstante, estamos en condiciones de adelantar que su cálculo reviste cierta complejidad y que seguramente habrá de tomar una decisión basándose en muchos supuestos y asumiendo determinadas contingencias, especialmente en el mercado argentino donde la estabilidad de las variables económicas no es la regla, ni siquiera en el corto plazo.

En este caso, el costo financiero total estará dado por la tasa de interés a pagar a los y las inversionistas, es decir la tasa de corte de los valores fiduciarios que surja del método de colocación empleado de acuerdo con lo expuesto en el Capítulo V y la suma de todos los otros cargos asociados a la estructuración, colocación y administración del Fideicomiso en cuestión. Por lo tanto, el indicador más importante se conocerá con certeza, recién al cierre de la colocación primaria una vez obtenida la autorización de la CNV, mientras que la mayoría de los otros componentes se basan en estimaciones.

Hasta aquí hemos analizado el proceso completo de estructuración de un Fideicomiso Financiero desde la detección de la necesidad de titulización hasta su liquidación, con lo cual estamos en condiciones de afirmar que:

- a) Gran parte de los honorarios y gastos son fijos, es decir que no varían en función del monto de emisión: Sociedad Fiduciaria, ACyR, Auditoría Externa, Calificadora de Riesgo, Firmas de Asesoría Legal y Financiera. Por el contrario, las Entidades Organizadoras, Colocadoras y en algunos casos la Consultora Financiera, cobran una comisión por el monto efectivamente colocado o emitido según sea el caso.
- b) Excepto los honorarios de la Sociedad Fiduciaria, Auditoría Externa, ACyR y Calificadora de Riesgo, que son mensuales o trimestrales, el resto se mantienen fijos independientemente del plazo de emisión del Fideicomiso.
- c) El precio de los títulos se determina por licitación una vez que la CNV aprueba la oferta pública y finaliza el período de difusión.
- d) Dadas las características de los certificados de participación, ante la inexistencia de ofertas de inversionistas, la Empresa Fiduciante los recibe

como parte de pago de la cartera cedida lo cual se traduce en un menor monto de financiamiento para éste.

- e) La Calificadora exige la constitución de un fondo de liquidez equivalente a una, dos o tres veces el próximo servicio de interés a pagar de los valores de deuda fiduciaria. Ello tiene como consecuencia, que la Empresa Fiduciante recibe el importe del producido de la colocación neto de dicho fondo.
- f) Un efecto similar genera el Fondo de Gastos, aunque su importe es significativamente inferior al anterior.
- g) En general, los valores de deuda fiduciaria devengan una tasa de interés variable, es decir que cualquier cálculo del costo financiero, deberá realizar una estimación de dicha tasa o bien calcularla a la mínima (posición optimista) o a la máxima (posición pesimista).
- h) La inversión transitoria de fondos líquidos disponibles que disminuye el costo de financiamiento resulta muy difícil de estimar con lo cual no se tiene en cuenta en la estructuración financiera o se incluye una cifra muy inferior (posición conservadora).
- i) Un mayor índice de precancelaciones de los créditos cedidos aumentará el flujo de fondos disponible para el pago a los y las inversionistas, cancelando anticipadamente también los valores fiduciarios, disminuyendo el monto a pagar en concepto de intereses y por ende aumentando la renta de los certificados de participación³⁷.
- j) Por el contrario, una mayor mora en la cobranza de los créditos disminuirá el flujo de fondos disponible, extendiéndose el plazo de amortización de los valores fiduciarios, aumentando el monto a pagar en concepto de intereses y por ende disminuyendo la renta de los certificados de participación.

³⁷ Habitualmente en los prospectos se incluye como consideración de riesgo para la inversión que, por circunstancias diferentes, los deudores y las deudoras de los créditos pueden pre-cancelarlos y que, si tal medida excede los niveles proyectados, se podría afectar el rendimiento esperado de los valores de deuda fiduciaria, especialmente cuando el activo se calcula a valor descontado.

- k) El hecho que la Empresa Fiduciante resulte ser la única tenedora de los certificados de participación le facilita la liquidación anticipada del Fideicomiso. Generalmente, los contratos prevén que una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria, los Beneficiarios y las Beneficiarias puedan resolver la liquidación anticipada del Fideicomiso. Si la Empresa Fiduciante fuera la única Beneficiaria, entonces, con su consentimiento por escrito ni siquiera se requiere convocar a una asamblea de Beneficiarios y Beneficiarias. Es decir, que una vez amortizados los títulos de deuda, la Empresa Fiduciante en su carácter de Beneficiaria, solicita la liquidación anticipada del Fideicomiso y de esa forma se ahorra los honorarios de la Sociedad Fiduciaria, Agente de Control y Revisión, Auditoría Externa, Calificadora de Riesgo y demás gastos de administración y recibe la cartera remanente de créditos a cobrar.

A través de un rápido repaso de los conceptos explicados en los Capítulos anteriores, puede concluirse que el importe exacto de todos los componentes que constituyen el costo de financiamiento sólo puede obtenerse una vez liquidado el Fideicomiso. No obstante, resultaría por lo menos irresponsable de parte de la persona a cargo de la dirección financiera de una compañía que opte por una fuente de financiamiento sin conocer sus costos.

Tampoco debería ser la única variable que incline la balanza, ya que el instrumento ofrece varias ventajas que indirectamente contribuyen a potenciar los ingresos de la compañía, a saber:

Financiamiento fuera de la hoja de balance: el Fideicomiso les permite a las empresas financiarse sin límite en la medida que sean capaces de originar nuevos créditos por cobrar. Tal como surge de la definición de titulización, la Empresa Fiduciante acredita de su activo, un rubro de menor liquidez, “créditos por ventas”, para debitar un rubro más líquido, “caja y bancos”. En consecuencia, el pasivo de la compañía no se ve afectado mejorando sus ratios de endeudamiento. No obstante, tal como se expuso en el Capítulo III.1, esta ventaja queda restringida frente a la implementación de las NIIF.

Ingresos marginales: aun en el supuesto que no exista una ganancia financiera que arroje un spread entre la tasa activa de los créditos y la pasiva del financiamiento obtenido, la empresa obtiene un margen de ganancia de las ventas adicionales que no podría haber facturado de no contar con el financiamiento necesario para generarlas. De igual forma, habrá que analizar su implementación aun frente a la posibilidad de que no sólo no arroje un spread, sino que también se absorba una porción de dicho margen. Además, en muchas ocasiones se suelen cobrar comisiones o gastos administrativos por el otorgamiento de créditos donde claramente su titulización permite incrementar esa fuente de ingresos.

Lealtad de la clienta y del cliente: el Fideicomiso le permite a la Empresa Fiduciante fidelizar a sus clientes y clientas a través del otorgamiento de una asistencia crediticia a la medida de sus necesidades, estableciendo relaciones de largo plazo.

Liquidez: es famosa la frase de Mark Twain según la cual “un banquero es alguien que te presta un paraguas cuando hace sol y te lo quita cuando llueve”. La posibilidad de contar con un financiamiento alternativo al bancario permite neutralizar la prociclicidad³⁸ típica que caracteriza a estas instituciones, evitando los cimbronazos ocasionados ante las bruscas restricciones de liquidez. No se pretende reemplazar la línea bancaria, todo lo contrario, a través del “sello de calidad” que brinda el acceso al mercado de capitales y el rating crediticio, resulta habitual que los bancos recalifiquen a la Empresa Fiduciante mejorando las condiciones de financiación vigentes.

Sello de calidad: dado que en la Argentina los bancos constituyen la principal fuente de financiamiento externo para la mayoría de las empresas, circula erróneamente el enunciado que el mercado de capitales queda reservado a una determinada elite de empresas. Tal exclusividad resulta en un posicionamiento de la marca de la Empresa Fiduciante que finalmente accede al mercado ganando un cierto prestigio.

³⁸ Se dice que una variable económica se mueve de manera procíclica si la dirección de su movimiento tiende a coincidir con la dirección del cambio en el producto.

Publicidad: la convocatoria a un roadshow, las visitas guiadas a la compañía, la realización de entrevistas individuales con las personas que dirigen la empresa, las publicaciones en diarios o el mero envío de correos electrónicos difundiendo el Fideicomiso, constituyen algunos de los esfuerzos de colocación que indefectiblemente se traducen en una publicidad de la marca.

Lamentablemente, ninguna de las seis ventajas enumeradas anteriormente resulta cuantificable y por ende sus beneficios no redundan en una menor tasa de financiamiento. Por ese motivo, resulta vital la perspicacia de la Entidad Organizadora para impulsar, potenciar y acompañar a la Empresa Fiduciante en el desarrollo de tales prerrogativas, las cuales adquieren mayor relevancia cuando la empresa tiene proyectado iniciar en el mediano plazo un proceso de M&A³⁹.

Un análisis aparte merece aquellos componentes que, si bien afectan el Flujo de fondos teórico, su erogación no es inherente a la titulización. Tal es el caso de la incobrabilidad y eventualmente del impuesto a las ganancias y del impuesto sobre los ingresos brutos que, si bien disminuyen el saldo neto a pagar a los Beneficiarios y Beneficiarias, la Empresa Fiduciante no se eximiría de ellos aun si optase por no constituir el Fideicomiso. Por el contrario, los ingresos provenientes de las inversiones transitorias de los fondos líquidos, que no fueron computados en la estructuración financiera, deben incorporarse como un componente reductor del costo financiero total.

El cómputo de los impuestos debe ser analizado en cada caso en particular. Recordemos que el Fideicomiso recibe y contabiliza la cartera de créditos al valor fideicomitado por lo tanto la Empresa Fiduciante debe reconocer una ganancia o una pérdida en su balance, producto de la “venta” a un valor superior o inferior al registrado en sus libros contables⁴⁰. En el impuesto sobre los ingresos brutos, sólo se reconoce la ganancia y la Fiduciante debe tributar por esa diferencia de

³⁹ Abreviación de Mergers and Acquisitions que traducido al español significa fusiones y adquisiciones.

⁴⁰ Para más información respecto de la registración contable de la cesión fiduciaria, dirigirse al Informe Nro. 28 de la Comisión de Estudios sobre Contabilidad del Consejo Profesional de Ciencias Económicas, emitido en agosto de 1997.

precio al momento de la cesión, mientras que, en el impuesto a las ganancias, no existe consenso respecto del momento en que debe reconocerse tal diferencia, aunque las NIIF han traído algo de claridad al respecto. No obstante, en esta instancia, nos ocupa su impacto en el CFT y en ese sentido, deberá recuperarse del Flujo de fondos teórico en la medida que sea un egreso ajeno a la titulización. Tal situación habitualmente ocurre con las carteras de consumo que liquidan los impuestos en base a los intereses devengados mientras que las carteras asociadas a la venta financiada de bienes de capital, los ingresan al momento de su facturación y nuevamente en el Fideicomiso por la diferencia de precio antes comentada.

En el afán de acercar posiciones entre la Entidad Organizadora y la Fiduciante, a continuación, se definirán cuatro etapas del proceso de estructuración y administración de un Fideicomiso, en las cuales los componentes del costo financiero se clasificarán en “certeros” y “estimables”. Tal agrupación permitirá conocer el grado de certeza en la determinación del costo en cada una de las etapas y quedará en la Empresa Fiduciante ponderar el grado de ocurrencia de las variables estimadas y la exposición al riesgo que está dispuesta asumir en tal sentido.

Etapas 1- Propuesta de la Entidad Organizadora: las primeras charlas entre la Entidad Organizadora y la Fiduciante constituyen una de las instancias de mayor incertidumbre y donde el único dato seguro es el porcentaje de la comisión de esta último. No obstante, en base a la experiencia en estructuras similares, es posible contar con un detalle estimado de los honorarios y comisiones del resto de las entidades participantes, una subordinación estándar de los bonos, las tasas de corte de mercado y los plazos necesarios para obtener la autorización de oferta pública. Si los créditos aún no están originados, el flujo futuro de cobranzas también es incierto, por ende, habrá que estimar el monto, sus vencimientos y el plazo promedio de la cartera a titular a fin de modelizar una posible estructura.

Etapas 2- Estructura financiera: aquí se logra sacarle el velo a gran parte de los componentes del costo financiero. No obstante, resta que la

Calificadora de Riesgo evalúe la estructura y que los bonos seniors alcancen el grado de inversión, de lo contrario habrá que incorporar mejoras crediticias, ya sea aumentando el fondo de liquidez que aumenta la inmovilización de fondos o incrementando la sobrecolateralización que disminuye el monto de financiamiento obtenido. En esta instancia, sólo resta estimar el precio de colocación de los títulos, aunque no debe pasarse por alto que varios de los conceptos incluidos en la estructuración financiera, son estimaciones por definición.

Etapas 3- Adjudicación de los valores fiduciarios: entre la presentación de la estructura financiera a la Calificadora de Riesgo y la colocación de los bonos, pueden transcurrir entre dos y tres meses, especialmente en una primera emisión. En esta etapa, no sólo se conoce la tasa de corte, sino que dependiendo del éxito de la colocación se podrá determinar el monto de financiamiento que finalmente obtuvo la Empresa Fiduciante. Queda para la etapa siguiente ir descubriendo los desvíos entre los flujos proyectados y los reales y su impacto en los costos.

Etapas 4- Mensualmente hasta la liquidación: dependiendo de la periodicidad de los reportes pactados con la Sociedad Fiduciaria, la Empresa Fiduciante podrá conciliar mensualmente los flujos estimados con los reales. Esta tarea no sólo le permite hacer un seguimiento de los costos sino también ajustar la valuación de los certificados de participación en cartera. Finalmente, con el balance de liquidación del Fideicomiso y el remanente de la cartera recibida como parte de pago de los certificados de participación, podrá conocerse con exactitud el costo financiero total de la emisión.

Así como existen varias instancias para calcular el costo de financiamiento, existen varios caminos para llegar al resultado y seguramente también existan varios resultados posibles. Sin embargo, su cálculo no puede omitir el financiamiento obtenido (underwriting/colocación primaria) y su devolución (las cuotas de los créditos que ya no pertenecen a la Fiduciante). Adicionalmente, si la estructura no contempla el recupero de los gastos iniciales afrontados por la Empresa Fiduciante, entonces habrá que incorporarlos. Lo mismo respecto de los ingresos provenientes de la inversión de los fondos líquidos. Dada la

magnitud de las reservas, su constitución tiene un fuerte impacto sobre el costo y tampoco debe omitirse. La incobrabilidad estimada es una pérdida que la Empresa Fiduciante deberá afrontar independientemente de la titulización de la cartera, con lo cual resulta lógico su recupero. También se deberá analizar la situación impositiva de la Fiduciante y evaluar si el pago de los impuestos sobre los ingresos brutos y ganancias, de corresponder, es una erogación inherente al Fideicomiso o si corresponde su recupero. Por último, es importante considerar la liquidación anticipada del Fideicomiso y extender los flujos sólo hasta el vencimiento final de la última clase de los VDF.

Hasta aquí hemos logrado identificar los principales conceptos que integran el costo, pero aún desconocemos la tasa de interés. Para su cálculo debemos utilizar la fórmula del valor actual neto (VAN), pero como en este caso estamos pidiendo dinero prestado (en lugar de invertir), el primer flujo de caja será positivo y los siguientes negativos (Brealey Myers Allen, 2006).

$$VAN = MC - VAFNT$$

donde:

MC: es el monto colocado al precio de corte

FNT: es la sumatoria mensual de los egresos por las cuotas cedidas, la constitución de los fondos reservados y los gastos no contemplados en la estructuración, más los ingresos por recupero de incobrabilidad, inversión de fondos líquidos, desafectación de reservas y eventualmente algún cobro de los certificados de participación y recupero de los impuestos a los ingresos brutos y ganancias.

VAFNT: es el valor actual del flujo neto total

$$VAN = \text{Monto Colocado} - \sum \frac{FNT_1}{(1 + TIR)^1} + \frac{FNT_2}{(1 + TIR)^2} + \dots + \frac{FNT_n}{(1 + TIR)^n}$$

Por definición la TIR es la tasa de actualización que iguala el VAN a cero y su cálculo generalmente se realiza por el método de prueba y error (Brealey Myers Allen, 2006: 102). No obstante, resulta más rápido y exacto utilizar la fórmula del Excel denominada TIR.NO.PER (valores; fechas), que devuelve la TIR para un flujo de caja que no necesariamente es periódico.

A tal fin, habrá que armar una tabla que permita agrupar todos los conceptos ya explicados (valores), por fecha de ocurrencia (fechas) y calcular la TIR.NO.PER

del flujo neto total. Éste y otros temas serán analizados desde un punto de vista práctico en el siguiente Capítulo.

Capítulo VII. Aplicación práctica.

En el presente Capítulo se analizará un caso real bastante reciente de titulización de créditos comerciales otorgados a pequeños y medianos productores del sector agropecuario, cuya oferta pública fue aprobada por la Comisión Nacional de Valores en diciembre del 2017.

Felizmente gran parte de la información necesaria para realizar tal análisis es pública y puede obtenerse a través de la AIF. En ese sentido, todos los datos que se emplearán en los cálculos del presente Capítulo se basan en la información obtenida del prospecto, contrato de Fideicomiso y aviso del resultado de la colocación. Eventualmente, cuando se utilice información que no es de libre acceso, se aclarará si la misma corresponde a datos supuestos o tomados de alguna otra fuente.

No se pretende aquí transcribir el Suplemento completo, sino identificar los datos significativos y relevar los detalles que nos permitan replicar el proceso de estructuración financiera para luego calcular el costo financiero total. Por lo tanto, aquellas personas curiosas que quieran ahondar en el caso podrán acceder a la información completa a través de la AIF ya que como se mencionó anteriormente es de carácter público⁴¹.

Con la documentación previamente mencionada haremos un breve recorrido por cada uno de los Capítulos ya presentados a fin de reconocer las características principales del caso bajo análisis. Comenzaremos por el Capítulo II, identificando a las entidades participantes y marcando alguna simultaneidad de roles, en caso de existir. Seguiremos por el Capítulo III, definiendo el activo fideicomitido, los valores fiduciarios y las mejoras crediticias aportadas por la Empresa Fiduciante. Luego, basándonos en los conceptos volcados en el Capítulo IV, analizaremos el contenido de los cuadros expuestos en el Suplemento que contienen

⁴¹ Fuente: <http://www.cnv.gob.ar/infoFinan/infoSerie.asp?sType=2&query=3020>

información sustancial obtenida a partir de la estructuración financiera. De acuerdo con lo previsto en el Capítulo V, señalaremos el método de colocación empleado e intentaremos reconstruir los libros de colocación a fin de explicar las tasas y/o precios de corte. Por último, estaremos en condiciones de calcular el costo financiero total de la etapa 3 expuesta en el Capítulo VI, es decir, una vez adjudicados los valores fiduciarios, pero basándonos en los flujos proyectados de egresos.

Respecto de las firmas que intervienen, a lo largo del documento se pueden identificar a tres Entidades Organizadoras, una Sociedad Fiduciaria, una Empresa Fiduciante, una Administradora de los Créditos, una Consultora Financiera, una Legal, una Impositiva, un Agente de Custodia y Administrador de los Activos, un Agente de Control y Revisión, una Calificadora de Riesgo, una Entidad Organizadora de la Colocación, varias Entidades Colocadoras, siete Entidades Underwriters y una firma de Auditoría Externa. En cuanto a la simultaneidad de roles, la Sociedad Fiduciaria, la Consultora Financiera y una de las Entidades Colocadoras, también cumplen el rol de Organizadoras, función que tal como se expuso en el Capítulo II, no genera inconveniente alguno. La Empresa Fiduciante también cumple el rol de Administradora de los Créditos, asumiendo las funciones de cobranza, administración e información de tales imputaciones. Por otro lado, podría identificarse a la Entidad Organizadora y a la Firma de Asesoría Financiera con el Agente de Control y Revisión, aunque estrictamente hablando, se trata de un socio de la firma quien ejerce tal rol. En este caso, si bien ya se ha mencionado que no existe ningún impedimento legal, se reitera el posible conflicto de interés que pudiera ocurrir entre un rol más bien pro-negocio y otro con un claro propósito de control y revisión.

Adentrándonos en el Capítulo III, resulta fundamental conocer qué bienes integran el activo fideicomitido. En este caso, se trata de cuotas correspondientes a créditos garantizados con prenda con registro sobre maquinaria agrícola, instrumentados en contratos de prenda con registro suscriptos en relación con las ventas de dicha maquinaria a los deudores y las deudoras, originados por la Empresa Fiduciante, y los respectivos certificados de prenda, los cuales han sido debidamente endosados sin recurso por la Fiduciante a favor de la Sociedad Fiduciaria. También se aclara que, si bien tales créditos prendarios se

encuentran debidamente constituidos y registrados en los respectivos registros a favor de la Fiduciante, el endoso de los créditos a favor de la Sociedad Fiduciaria sólo se inscribirá en los respectivos registros de créditos prendarios, cuando los créditos revistieren una mora mayor a los 90 días o en cualquier caso en que la Sociedad Fiduciaria lo considerare conveniente o necesario. Es decir, que tal como se expone en las consideraciones de riesgo para la inversión, la no inscripción del endoso importa que no pueda ejecutarse la prenda por la vía ejecutiva. Adicionalmente, ante un posible concurso de la Empresa Fiduciante, el hecho de que el endoso de la prenda se inscriba con posterioridad a tal hecho, podría obstaculizar la verificación del crédito en el concurso, aunque existe cierta jurisprudencia a favor. En total, se cedieron 55 prendas originadas a través de 54 clientes y clientas por un total de \$42.116.978 con un plazo original promedio de 24 meses.

El monto de emisión es uno de los factores que contribuye a la obtención de un costo financiero competitivo. Podríamos afirmar que un activo equivalente a los \$70MM resulta adecuado para hacer frente a todos los conceptos vinculados a la estructuración de un Fideicomiso y en la medida que se supere tal importe, los costos fijos se absorberán con mayor facilidad, entre ellos, los honorarios de la Sociedad Fiduciaria, de Auditoría Externa, del Agente de Control y Revisión, Calificadora de Riesgo y Firma de Asesoría Legal. Tal como puede observarse, el monto cedido está muy por debajo del monto sugerido, circunstancia que, si bien no imposibilita su constitución, no es la ideal y seguramente encarecerá su costo financiero total.

En cuanto a los títulos, rápidamente a través de la portada y de la síntesis de los términos y condiciones, se identifican dos clases de valores de deuda fiduciaria (clase A \$18.144.694 y clase B \$3.372.023) y un certificado de participación (\$10.597.786), todos subordinados entre sí, constituyendo una estructura turbo o secuencial. Los VDF A prevén el devengamiento de un interés equivalente a la tasa Badlar más 200 puntos básicos, con un mínimo de 21% y un máximo de 28%, mientras que los VDF B devengan la tasa Badlar más 350 puntos básicos, con un mínimo de 23% y un máximo de 30%. Los CP pagan en concepto de utilidad el importe remanente luego de cancelar todos los servicios, gastos e impuestos.

Con relación a las mejoras crediticias, el contrato de Fideicomiso menciona la constitución de un Fondo de Liquidez de \$871.430 (equivalente a 2 veces el devengamiento mensual del próximo servicio de interés por vencer de los VDFA y VDFB) y un Fondo de Gastos de \$300.000.

Si bien la Empresa Fiduciante no reúne la calidad de PyME CNV, dadas las características del activo fideicomitado, puede afirmarse que el Fideicomiso tiene por objeto el financiamiento de pequeñas y medianas empresas, abriendo la suscripción de los valores fiduciarios a los Fondos Comunes de Inversión PyMEs.

Siguiendo el esquema planteado en el Capítulo IV, intentaremos desmenuzar la estructura diseñada por la firma de Asesoría Financiera a fin de identificar cada una de las etapas descriptas.

Recordemos que el proceso comienza definiendo los requisitos que deberán cumplir los créditos originados por la Empresa Fiduciante a fin de “marcarlos” y cederlos en propiedad fiduciaria. De la sección VII del Suplemento de prospecto denominada “Descripción del Patrimonio Fideicomitado”, surge que la cartera de créditos seleccionada más allá de cumplir con todos los requisitos legales que acreditan su existencia y la validez de su cesión, se encuentra libre de todo gravamen, no incluye refinanciaciones, ni créditos en mora. Respecto de la atomización, los créditos que se ceden correspondientes a una misma persona deudora no superan el 6,75% del valor fideicomitado de la totalidad de los créditos y todas las personas deudoras tienen domicilio en la Argentina.

El segundo paso consiste en armar el flujo de cobranzas y calcular el valor fideicomitado. A tal fin se requiere conocer con precisión las políticas de originación de los créditos, los planes de financiación y las pautas de administración y cobranza adoptadas por la Entidad Fiduciante. En el caso bajo análisis, la Fiduciante tiene por política financiar el 60% del valor de las máquinas vendidas con un primer vencimiento a los 180 días de la entrega y el resto en un plazo máximo de 36 meses. En cuanto al proceso de cobranza, el 96,40% de los créditos cedidos se cobran mediante cheques de pago diferido (CPD) librados por los deudores y las deudoras o por terceras personas y endosados por a la

Empresa Fiduciante que serán imputados a la cancelación de las cuotas de los créditos al momento de su acreditación. También enuncia el suplemento que, como el vencimiento de las cuotas futuras de los créditos excede el plazo máximo legal previsto por la Ley de Cheques (360 días), las personas deudoras entregarán a la Empresa Fiduciante los CPD con 12 meses de anticipación al vencimiento respectivo de cada cuota futura. Por lo expuesto y tal como surge del Cuadro VII.1, los créditos no devengan cuotas mensuales homogéneas que van decreciendo en forma progresiva en la medida que nos aproximamos al vencimiento final de la cartera, sino que, por el contrario, nos encontramos con períodos sin ingresos y otros con ingresos muy bajos, medios y altos intercalados entre sí. Ello, como consecuencia del otorgamiento de créditos comerciales diseñados en función de la estacionalidad de la actividad y las posibilidades de pago de cada PyME. Claramente, estas particularidades dificultan la estructuración financiera y representan una desventaja respecto de la uniformidad del sistema de amortización francés generalmente empleado en los créditos al consumo otorgados a personas humanas.

En cuanto a la tasa de descuento, como se trata de un dato que también surge del Suplemento, omitiremos aquel paso que proponía fijar un valor de forma aleatoria para luego corroborar su acierto en la etapa 8 de acuerdo con la rentabilidad positiva o negativa que arrojen los certificados de participación y en caso de ser necesario, reajustarla en la etapa 9. De hecho, en la misma sección VII del prospecto, surge que las cuotas cedidas, agrupadas por fecha de vencimiento, se han descontado por el plazo transcurrido entre dicha fecha y la fecha de corte (31/10/2017), a una tasa efectiva anual del 21%, arrojando un Valor Fideicomitado de \$32.114.503. Es decir que la diferencia entre el Valor Nominal y el Valor de Fideicomitado es de \$10.002.474 (Cuadro VII.1).

Cuadro VII.1. Flujo teórico de la cartera cedida

<i>Mes Vencimiento</i>	<i>Valor Nominal</i>	<i>Valor Fideicomitado</i>	<i>Descuento</i>
nov-17	\$ 617.802	\$ 612.981	\$ 4.821
dic-17	\$ 445.145	\$ 431.187	\$ 13.958
ene-18	\$ -	\$ -	\$ -
feb-18	\$ -	\$ -	\$ -
mar-18	\$ -	\$ -	\$ -
abr-18	\$ -	\$ -	\$ -
may-18	\$ -	\$ -	\$ -
jun-18	\$ 2.254.862	\$ 1.997.663	\$ 257.200
jul-18	\$ 480.875	\$ 418.337	\$ 62.539
ago-18	\$ 2.731.631	\$ 2.337.380	\$ 394.251
sep-18	\$ 2.482.331	\$ 2.090.068	\$ 392.263
oct-18	\$ 1.625.024	\$ 1.343.664	\$ 281.360
nov-18	\$ 2.027.942	\$ 1.649.931	\$ 378.011
dic-18	\$ 5.261.093	\$ 4.222.272	\$ 1.038.821
ene-19	\$ 2.363.990	\$ 1.869.984	\$ 494.006
feb-19	\$ 1.529.065	\$ 1.188.156	\$ 340.908
mar-19	\$ 1.884.046	\$ 1.441.327	\$ 442.719
abr-19	\$ 744.021	\$ 559.432	\$ 184.589
may-19	\$ 1.971.180	\$ 1.459.316	\$ 511.864
jun-19	\$ 3.324.246	\$ 2.429.426	\$ 894.820
jul-19	\$ 865.548	\$ 620.337	\$ 245.211
ago-19	\$ 1.750.452	\$ 1.234.376	\$ 516.076
sep-19	\$ 1.436.817	\$ 997.383	\$ 439.434
oct-19	\$ -	\$ -	\$ -
nov-19	\$ 878.154	\$ 590.467	\$ 287.687
dic-19	\$ 991.457	\$ 656.122	\$ 335.335
ene-20	\$ 430.109	\$ 279.989	\$ 150.120
feb-20	\$ 1.292.461	\$ 828.710	\$ 463.751
mar-20	\$ 850.491	\$ 536.567	\$ 313.924
abr-20	\$ 328.526	\$ 204.042	\$ 124.484
may-20	\$ 809.665	\$ 494.794	\$ 314.871
jun-20	\$ 1.384.573	\$ 833.365	\$ 551.208
jul-20	\$ 289.916	\$ 171.615	\$ 118.301
ago-20	\$ 511.966	\$ 298.190	\$ 213.776
sep-20	\$ 553.591	\$ 317.422	\$ 236.169
Total	42.116.978	32.114.503	\$ 10.002.474

Fuente: elaboración propia, en base a datos del suplemento de prospecto.

Recordemos que el Valor de Descuento debe alcanzar para cubrir los siguientes conceptos: mora estimada (\$1.187.374), gastos (\$2.441.480), impuesto sobre los ingresos brutos a la alícuota del 6,5% (\$288.708), impuesto a las ganancias a la alícuota del 35%⁴² (\$225.360), intereses de los valores de deuda fiduciaria a la tasa cupón de 21% para los VDF A (\$4.256.105) y 23% para los VDF B (\$1.304.707) y la renta de los certificados de participación (\$298.740), en ese

⁴² Recordemos que se trata de un Fideicomiso emitido en el año 2017, es decir, en forma previa al dictado de la Ley 27.440 que introduce la transparencia fiscal respecto de las utilidades generadas en los ejercicios iniciados a partir del 1º de enero de 2018 y de la Ley 27.430 que ha establecido la alícuota del gravamen en el 30% para los ejercicios fiscales que se inicien a partir del 1 de enero de 2018 y hasta el 31 de diciembre de 2019, inclusive y, en el 25% para los ejercicios fiscales que se inicien a partir del 1 de enero de 2020.

orden. Por su parte, el Valor Fideicomitado sirve para cubrir los pagos de capital de los VDF A (\$18.144.694), VDF B (\$3.372.023) y CP (\$10.597.786). De esta forma, la estructura cierra perfectamente y cualquier erogación mayor a la estimada repercutirá en una menor renta del certificado de participación o inclusive en una pérdida de su capital (Cuadro VII.2).

Cuadro VII.2. Destino de las cobranzas

	Importe	%/VF
Descuento (1)	\$ 10.002.474	31%
Incobrabilidad	\$ -1.187.374	4%
Gastos	\$ -2.441.480	8%
IIBB	\$ -288.708	1%
IIGG	\$ -225.360	1%
Int VDF A	\$ -4.256.105	13%
Int VDF B	\$ -1.304.707	4%
Renta CP	\$ -298.740	1%
Subtotal (2)	\$ -10.002.474	
Total (1)-(2)	\$ -	

	Importe	%/VF
Valor Fideic (1)	\$ 32.114.503	100%
VDF A	\$ -18.144.694	56%
VDF B	\$ -3.372.023	11%
CP	\$ -10.597.786	33%
Subtotal (2)	\$ -32.114.503	
Total (1)-(2)	\$ -	

Fuente: elaboración propia, en base a datos del suplemento de prospecto

Tal como se desprende del Cuadro VII.2, el Valor Fideicomitado de la cartera coincide con el valor de emisión de los valores fiduciarios. Por lo tanto, una vez determinado su valor (\$32.114.503), corresponde asignar el % que representa cada título sobre el total, es decir el valor nominal de los valores fiduciarios, descrito en la etapa 3. Se reitera en esta instancia el binomio seguridad-costo, dado que cuanto mayor sea el valor nominal de los certificados de participación, menor será el riesgo que asumirán los y las inversionistas de los títulos de deuda, pero mayor será el costo en relación con el financiamiento obtenido, ya que recordemos que no existen personas interesadas en los certificados de participación y en definitiva la Empresa Fiduciante los recibe como parte de pago de la cartera cedida. Por ende, la fijación de tales valores es un factor determinante de la calificación de riesgo. En el Cuadro VII.2 se observa que el valor nominal del VDF A representa el 56% del Valor de Emisión, los VDF B el 11% y los CP el 33% restante. Es decir que los VDF A cuentan con una sobrecolateralización del 44% (11% + 33%) mientras que los VDF B del 33%. Esto nos indica que los conceptos no estimados o subestimados deben superar el 44% de Valor Fideicomitado para que los y las inversionistas del bono senior vean afectada su rentabilidad o el 33% para que se vea afectada la rentabilidad de los y las inversionistas del bono subordinado. Como puede apreciarse, el certificado

de participación opera como una cobertura que le otorga robustez a los valores de deuda fiduciaria permitiéndoles alcanzar una calificación de riesgo dentro de grado de inversión⁴³ (AA y A- respectivamente). Aun en el supuesto de una estimación de fondos perfecta, el hecho que el Valor de Descuento de la cartera fideicomitida sólo alcance para cubrir los intereses de los valores de deuda fiduciaria calculados a la tasa mínima, genera que ante cualquier suba de la tasa Badlar por sobre el piso fijado, se afecte el rendimiento de los certificados de participación. Por este motivo, se los denomina bonos basura y en este caso han sido calificados CCC.

Ya en la etapa 4, corresponde estimar la incobrabilidad de la cartera, los gastos asociados a la organización, estructuración, colocación y administración del Fideicomiso y el impuesto sobre los ingresos brutos.

Como primera medida resulta interesante distinguir los conceptos “morosidad” de “incobrabilidad” de la cartera cedida. Mientras que la morosidad representa un atraso en el pago de las cuotas que puede recuperarse en un plazo posterior a través de una buena gestión de cobranza, la incobrabilidad genera una cesación de pagos y una pérdida para el Fideicomiso que logra revertirse con acciones legales que suelen dilatarse en el tiempo. Aclarado esto, frecuentemente las estructuras contemplan altos niveles de morosidad durante la vigencia de los valores de deuda fiduciaria senior que, luego de su amortización total, se recuperan y bajos niveles de incobrabilidad. Esto sucede toda vez que la incobrabilidad afecta la tasa de descuento y por ende incrementa los costos de financiamiento.

Tal como surge del Cuadro VII.4, la incobrabilidad estimada es del 3,70% del Valor Fideicomitado y alcanza la suma de \$1.187.374. Mientras que la mora estimada alcanza la suma de \$1.944.958 que es recuperada en su totalidad a partir de la amortización de los VDF B (Oct/2019).

Respecto de los gastos, el grueso corresponde a honorarios y comisiones de las distintas entidades participantes, los cuales se clasifican en *iniciales*, es decir

⁴³ Para un análisis detallado del proceso de calificación de los valores fiduciarios, ver Gotlib (2013, Tomo II, p. 58-62).

que se contratan por única vez y habitualmente se cancelan parcialmente con la aceptación de la propuesta y el resto con la emisión de los valores fiduciarios y los *periódicos*, es decir aquellos que resultan necesarios para la administración del Fideicomiso y que se cancelan en forma mensual, trimestral o anual. Los primeros no se detallan en el prospecto y generalmente están amparados por cláusulas de confidencialidad pactadas con la Empresa Fiduciante, por lo tanto, a los efectos del presente trabajo serán estimados en base a un relevamiento efectuado para estructuras similares. Sólo la retribución de la Sociedad Fiduciaria, del Agente de Control y Revisión, de la Administradora y la comisión máxima de las Entidades Colocadoras son públicas y surgen del contrato de Fideicomiso. Si bien desconocemos el detalle de su composición, el total de gastos de administración provisionados asciende a \$2.441.480 (Cuadro VII.2).

Excepto las retribuciones comentadas, se desconoce la composición de los otros conceptos que fueron presupuestados para determinar el importe antes mencionado. No obstante, del Flujo de Fondos Teórico expuesto en el prospecto surge que, durante los meses de vigencia de los títulos de deuda, se estimaron gastos e impuestos por la suma promedio de \$105.835 mensuales mientras que, durante la vigencia de los certificados de participación, dicha cifra se reduce a un promedio de \$43.445 mensuales. Esto se explica por la cláusula contractual que permite a la Empresa Fiduciante en su calidad de única tenedora de los certificados de participación solicitar la liquidación anticipada del Fideicomiso una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria. No obstante, si por algún motivo esto no sucediera, los gastos presupuestados no alcanzarían ni siquiera para cubrir los honorarios de la Sociedad Fiduciaria, mostrando nuevamente el riesgo de incumplimiento de estos bonos.

En el Cuadro VII.3 se expone una estimación de los gastos necesarios para la organización, estructuración, colocación y administración de un Fideicomiso con estas características. Del mismo surge que la sumatoria de los gastos iniciales a cargo del Fideicomiso y de los gastos periódicos durante los primeros 24 meses equivale a un cargo mensual promedio de \$91.015. Por lo tanto, para alcanzar el importe total estimado, deben destinarse \$14.820 mensuales para el pago de impuestos.

Cuadro VII.3. Cuadro de gastos

Gastos Iniciales					
Concepto	%	Importe	IVA	TOTAL	A cargo de
Organizador s/monto de emisión	0,50%	\$ 160.573		\$ 160.572,52	Fiduciante
Asesor Financiero s/VDF	0,50%	\$ 107.584		\$ 107.583,59	Fiduciante
Asesor Legal		\$ 100.000		\$ 100.000,00	Fiduciante
Calificadora de Riesgo	U\$S	\$ 11.000		\$ 184.250,00	Fiduciante
Asesor Impositivo		\$ 25.000		\$ 25.000,00	Fiduciante
Colocación y armado del libro s/VDF	0,65%	\$ 139.859		\$ 139.858,66	Fiduciante
Sellos s/honorarios del fiduciario	1,20%	\$ 13.704		\$ 13.703,98	Fideicomiso
Arancel CNV s/monto de emisión	0,04%	\$ 12.846		\$ 12.845,80	Fideicomiso
Publicación en diarios		\$ 75.000	\$ 15.750,00	\$ 90.750,00	Fideicomiso
Total		\$ 645.565		\$ 834.565	

Gastos Periódicos								
Concepto	%	Pago	Importe	IVA	Total	Total x Mes	1ros 12 meses	2dos 12 meses
Fiduciario Financiero (*)		Mensual	\$ 35.750,00	\$ 7.507,50	\$ 43.257,50	\$ 43.257,50	\$ 43.257,50	\$ 51.909,00
Auditor Externo		Anual	\$ 100.000,00	\$ 21.000,00	\$ 121.000,00	\$ 10.083,33	\$ 10.083,33	\$ 12.100,00
Agente de Control y Revisión (*)		Mensual	\$ 8.000,00	\$ 1.680,00	\$ 9.680,00	\$ 9.680,00	\$ 9.680,00	\$ 11.495,00
Gastos Bancarios y de custodia		Mensual	\$ 10.000,00	\$ 2.100,00	\$ 12.100,00	\$ 12.100,00	\$ 12.100,00	\$ 14.520,00
Fiscalización		Mensual	\$ 2.000,00	\$ 420,00	\$ 2.420,00	\$ 2.420,00	\$ 2.420,00	\$ 2.904,00
Administración de los créditos (*)	0,80%	Mensual	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Derechos de Cotización		Trimestral	\$ 4.400,00		\$ 4.400,00	\$ 1.466,67	\$ 1.466,67	\$ 1.760,00
Gastos Varios de Administración		Mensual	\$ 3.200,00	\$ 672,00	\$ 3.872,00	\$ 3.872,00	\$ 3.872,00	\$ 4.646,40
Total			\$ 163.350	\$ 33.380	\$ 196.730	\$ 82.880	\$ 82.880	\$ 99.334

(*) Retribuciones que surgen del Suplemento de prospecto y Contrato de Fideicomiso.

Fuente: elaboración propia, en base a relevamientos realizados.

Otro concepto que forma parte del flujo teórico de egresos son los impuestos. Recordemos que el cargo total estimado para el impuesto sobre los ingresos brutos asciende a \$288.708 y para ganancias a \$225.360 (cuadro VII.2). Sin embargo, si seguimos el proceso comentado en el Capítulo IV, el impuesto a las ganancias sólo puede calcularse una vez determinados los intereses de los valores de deuda fiduciaria (etapa 6), que son deducibles de la base imponible, no así el impuesto sobre los ingresos brutos, que como su nombre lo indica, no permite deducción alguna y se calcula a partir del devengamiento del Valor de Descuento.

A continuación, a través de una prueba global proponemos corroborar el cálculo de este impuesto. A tal fin, debemos multiplicar la base imponible por la alícuota que surge del Suplemento. Entonces si llamamos IIBB al impuesto y VD al Valor de Descuento que constituye la base imponible, tendremos:

$$\begin{aligned}
 \text{(VII.1)} \quad IIBB &= VD \times \text{alícuota} \\
 IIBB &= \$10.002.474 \times 6,5\% \\
 IIBB &= \$650.161
 \end{aligned}$$

Si comparamos el importe calculado por la Firma de Asesoría Financiera con el que arroja la fórmula anterior, resulta una diferencia negativa de \$361.453, que podría explicarse en parte por la misma cláusula contractual comentada más arriba y que ratifica una vez más la calidad de bono basura del certificado de participación.

No debe pensarse que tales estimaciones en defecto constituyen errores de la Firma de Asesoría Financiera, por el contrario, se trata de ajustes necesarios para lograr una estructura competitiva. Recordemos que todos los conceptos mencionados, así como los intereses de los valores fiduciarios son los factores determinantes de la tasa de descuento y por ende impactan directamente en el costo financiero total. Aquí se ve claramente aquella incompatibilidad resultante de la simultaneidad de roles entre la Sociedad Fiduciaria y la Consultora Financiera, mencionada en el Capítulo II.3. Estrictamente hablando, no se trata de una incompatibilidad que expone a las partes a un determinado riesgo, sino que, por el contrario, termina perjudicando a la Empresa Fiduciante. Es sabido que la Sociedad Fiduciaria por la responsabilidad que asume frente al órgano de contralor, los y las inversionistas y los entes de recaudación impositiva, tiene motivos más que suficientes para estimar los flujos de egresos no sólo con exactitud sino hasta con cierta holgura. No obstante, posiblemente tal estructura ideal y robusta no encuentre Empresa Fiduciante capaz de emprenderla por los altísimos costos que conlleva.

A partir de lo explicado en los párrafos precedentes, estamos en condiciones de armar el Flujo teórico de egresos (Cuadro VII.4), es decir, la estimación mensual de mora, incobrabilidad, gastos e impuestos.

Cuadro VII.4. Flujo teórico de egresos

<i>Mes Vencimiento</i>	<i>Mora</i>	<i>Gastos e Impuestos</i>	<i>Total Egresos</i>
nov-17	\$ 617.802	\$ 0	\$ 617.802
dic-17	\$ 445.145	\$ 0	\$ 445.145
ene-18	\$ -	\$ 0	\$ 0
feb-18	\$ -	\$ 0	\$ 0
mar-18	\$ -	\$ 0	\$ 0
abr-18	\$ -	\$ 0	\$ 0
may-18	\$ -	\$ 0	\$ 0
jun-18	\$ -907.902	\$ 935.201	\$ 27.299
jul-18	\$ 94.296	\$ 68.780	\$ 163.076
ago-18	\$ 459.692	\$ 226.168	\$ 685.860
sep-18	\$ 202.062	\$ 80.137	\$ 282.199
oct-18	\$ 238.092	\$ 78.020	\$ 316.112
nov-18	\$ 130.429	\$ 126.205	\$ 256.634
dic-18	\$ 547.130	\$ 90.555	\$ 637.685
ene-19	\$ 298.923	\$ 80.045	\$ 378.968
feb-19	\$ 340.147	\$ 104.261	\$ 444.408
mar-19	\$ -	\$ 79.532	\$ 79.532
abr-19	\$ -	\$ 74.874	\$ 74.874
may-19	\$ 134.128	\$ 117.927	\$ 252.055
jun-19	\$ 231.632	\$ 83.885	\$ 315.517
jul-19	\$ 48.650	\$ 104.594	\$ 153.244
ago-19	\$ 252.107	\$ 106.871	\$ 358.978
sep-19	\$ -	\$ 77.149	\$ 77.149
oct-19	\$ -459.692	\$ 126.124	-\$ 333.568
nov-19	\$ -	\$ 57.204	\$ 57.204
dic-19	\$ -	\$ 30.598	\$ 30.598
ene-20	\$ -732.617	\$ 98.509	-\$ 634.108
feb-20	\$ -	\$ 35.145	\$ 35.145
mar-20	\$ -	\$ 27.487	\$ 27.487
abr-20	\$ -752.649	\$ 27.459	-\$ 725.190
may-20	\$ -	\$ 31.211	\$ 31.211
jun-20	\$ -	\$ 27.578	\$ 27.578
jul-20	\$ -	\$ 21.907	\$ 21.907
ago-20	\$ -	\$ 21.833	\$ 21.833
sep-20	\$ -	\$ 16.289	\$ 16.289
Total	\$ 1.187.374	\$ 2.955.548	\$ 4.142.922

Fuente: elaboración propia, en base a datos del suplemento de prospecto.

Antes de continuar con la etapa siguiente y como resultado de lo visto hasta aquí, me permito hacer el siguiente razonamiento: ¿cuál es el sentido de armar una estructura con dichas características cuando se conoce de antemano que los flujos no alcanzarán para pagar la totalidad de los gastos, impuestos, intereses a una tasa superior a la mínima (que muchas veces ya se encuentra activada) e inclusive en algunos casos la incobrabilidad estimada es inferior a incobrabilidad normal de la cartera? ¿Tal situación debiera alertarse en el prospecto o solamente reservarse para las personas avezadas? ¿quién protege a la Sociedad Fiduciaria de esta puja de intereses? Desafortunadamente no tengo las respuestas a dichas preguntas, pero me atrevo a pensar que, si la decisión política es fomentar el financiamiento de la economía real a través del mercado de capitales, la solución pasa por economizar su estructuración, tanto desde lo impositivo como desde las exigencias legales, manteniendo sólo aquellos

controles que realmente agregan valor, protegen a los y las inversionistas y liberan de incomodidad a la Sociedad Fiduciaria. De esta forma, la herramienta pasa a ser idónea por sí misma sin necesidad de utilizar artilugios que terminan confundiendo inclusive a las personas más avezadas. Mientras tanto, tales conceptos calculados en defecto se compensan con la mora estimada en exceso durante la vigencia de los títulos seniors, que luego se recupera una vez amortizados en su totalidad, amortiguando el impacto en la tasa de descuento. Entonces hay que estar atentos a que los niveles de morosidad no se disparen por sobre los proyectados. Tal información es crucial y más allá de la exposición tardía y no muy transparente en los Estados Contables trimestrales, actualmente los y las inversionistas y analistas disponen para su análisis de los informes mensuales del Agente de Control y Revisión que la Sociedad Fiduciaria tiene la obligación de publicarlos en su página web. Adicionalmente, las normas de la CNV establecen que cuando la Sociedad Fiduciaria delegue la ejecución de alguna de las funciones inherentes al rol de administradora fiduciaria deberá poner mensualmente a disposición de toda persona con interés legítimo, en su sede social, un informe de gestión que incluirá la correspondiente rendición de cobranzas. Más allá de la escasa precisión respecto del contenido de dicho informe, queda claro que no se publica en la AIF, sino que sólo está disponible para personas con interés legítimo y en la sede social de la Sociedad Fiduciaria, con lo cual, si pensamos en un estado federal con inversionistas residentes a lo largo y ancho del país, resulta por lo menos anticuado y exageradamente costoso el acceso al mismo.

Ahora sí corresponde en la etapa 5, calcular los intereses de los valores de deuda fiduciaria. A tal fin, habrá primero que determinar el período de devengamiento, la base de cálculo, la fecha de pago de servicios y las tasas mínimas. Respecto del primero, el prospecto reza que es el período transcurrido entre: (a) el 01 de diciembre de 2017 (inclusive) y el último día del mes calendario inmediato anterior a la primera fecha de pago de servicios (inclusive), para el primer servicio, y (b) desde el primer día (inclusive) del mes calendario correspondiente al último pago de servicios realizado hasta el último día (inclusive) del mes calendario inmediato anterior a cada fecha de pago de servicios, para los restantes servicios. En todos los casos, se considerará para

el cálculo un año de 360 días (12 meses de 30 días). La fecha de pago de servicios está prevista para los días 15 de cada mes o día hábil siguiente. Y para los VDF A se prevé una tasa mínima del 21% y para los VDF B del 23%.

Continuando con el proceso de estructuración, corresponde en la sexta etapa, el cálculo del impuesto a las ganancias, cuyos ingresos gravados coinciden con el impuesto sobre los ingresos brutos y reconoce como conceptos deducibles los gastos, el propio impuesto sobre los ingresos brutos y los intereses de los valores fiduciarios. Respecto de las deducciones por incobrables, se reitera lo mencionado en el Capítulo IV.6. del presente.

Podría realizarse una prueba global similar a la empleada para el impuesto sobre los ingresos brutos con ciertos recaudos ya que el o los últimos ejercicios fiscales podrían arrojar quebrantos sin recupero posible. Entonces si llamamos IIGG al impuesto, G a los gastos, i VDFA e i VDFB a los intereses de los títulos de deuda, tendremos:

$$(VII.2) \quad IIGG = [D - (G + IIBB + i VDFA + i VDFB)] \times 35\%$$

$$\$599.016 = [\$10.002.474 - (\$2.441.480 + \$288.708 + \$4.256.105 + \$1.304.707)] \times 35\%$$

Dado que la diferencia arrojada supera el doble de la estimada, resulta conveniente realizar un cálculo más preciso y fundado del impuesto, labor no sencilla dada la escasa información disponible. Vale recordar que, a partir del dictado de la Ley 27.440, este cálculo sólo corresponde en los casos de Fideicomisos con inversiones en el exterior, es decir, que no apliquen la transparencia fiscal.

Partiendo del flujo mensual del Valor de Descuento expuesto en el Cuadro VII.1, calcularemos su devengamiento teniendo en cuenta los días transcurridos desde la fecha de corte hasta las respectivas fechas de cobro. Tal devengamiento constituye el ingreso gravado por el impuesto y consiste en asignar a cada mes la proporción del Valor de Descuento devengado independientemente de la fecha de vencimiento. En cuanto a los conceptos deducibles, se ha tomado un devengamiento simulado para los gastos e ingresos brutos, no así con los intereses de los valores de deuda fiduciaria que son datos ciertos. En todos los casos y tal como surge del Cuadro VII.5, se han respetado los importes totales

que surgen de la estructura original expuesta en el prospecto. Tal como puede observarse, en este caso, tanto el resultado del mecanismo simplificado como el del más complejo coinciden en \$599.016, lo cual marca una diferencia de \$373.656 respecto del importe estimado por la Firma de Asesoría Financiera. ¿Esto implica que la Sociedad Fiduciaria no dispondrá de los fondos necesarios para afrontar tal impuesto? La respuesta es negativa. Hemos visto que tal diferencia no surge de un error de cálculo, sino por el contrario como un ingenio de los asesores y las asesoras para reducir la tasa de descuento y hacer más competitiva la herramienta y que los importes calculados en defecto en general se compensan con la mayor mora estimada para los primeros meses. Sin embargo, si por algún motivo esto no sucediera, contractualmente los gastos e impuestos tienen prioridad de pago por sobre los servicios de los valores fiduciarios. Por lo tanto, son los y las inversionistas de los VDF quienes, en una primera instancia, padecen la estructura al cobrar un importe menor en concepto de capital, que se recuperará en los sucesivos servicios de pago, prolongándose la duration del título y en última instancia, quien haya invertido en los CP registrará una doble pérdida, producto de mayores egresos a los estimados y mayores intereses devengados como resultado de una demora en la cancelación de los títulos de deuda.

En el Capítulo IV.6, hemos mencionado que el cálculo del impuesto a las ganancias genera una referencia circular, ya que toma el Valor de Descuento como ingreso gravado para su cálculo y a su vez, el impuesto determinado debe cubrirse con el mismo Valor de Descuento. Es decir que cuanto mayor sea la diferencia entre el Valor Nominal y el Valor Fideicomitado, mayor será el impuesto a las ganancias determinado y por ende mayor será la diferencia entre aquellos valores.

Esto no siempre fue así, dado que hasta la sanción del Decreto 1207/2008, los Fideicomisos Financieros que cumplían con determinados requisitos, podían deducir la renta de los certificados de participación, arrojando una base imponible igual a cero y por ende el impuesto a las ganancias no era tenido en cuenta para determinar el Valor de Descuento de la cartera.

$$(VII.3) \quad IIGG = [D - (G + IIBB + i VDFA + i VDFB + r CP)] \times 35\%$$

$$\text{IIGG} = [\$10.002.474 - (\$2.441.480 + \$288.708 + \$4.256.105 + \$1.304.707 + \$1.711.474)] \times 35\%$$

Tales requisitos aún están vigentes a fin de determinar si el Fideicomiso goza de la exención del impuesto sobre los créditos y débitos en cuenta corriente bancaria y consisten en: a) contar con oferta pública aprobada y esfuerzos de colocación; b) que se securiticen créditos homogéneos que consistan en títulos valores públicos o privados o de derechos creditorios; c) sin revolving, es decir que los créditos no fueran reemplazos por otros a su vencimiento; d) que el plazo de duración del Fideicomiso guarde relación con el de cancelación definitiva de los activos fideicomitados y e) que la utilidad del Fideicomiso se integre únicamente con las rentas generadas por el activo fideicomitado, admitiendo que hasta un 10% de ese ingreso provenga de otras operaciones realizadas para mantener el valor de dichos activos (ej. inversiones transitorias). Haciendo un repaso rápido por las características principales del Fideicomiso bajo análisis, estamos en condiciones de afirmar que cumple con todos los requisitos mencionados.

Recientemente, el Congreso Nacional aprobó la Ley 27.440 (B.O. 11/05/2018) que introduce cambios en el régimen impositivo de los Fideicomisos Financieros con Oferta Pública respecto de las utilidades generadas en los ejercicios iniciados a partir del 1° de enero de 2018. Se trata de una iniciativa del Poder Ejecutivo enviada al Congreso en una primera versión (proyecto de reforma de la Ley de Mercado de Capitales) el 22 de noviembre de 2016 y en una segunda versión ampliada y mejorada (Proyecto de Ley de Financiamiento Productivo) prácticamente un año después. Si bien el proyecto aprobado, es una ley ómnibus que modifica a varias otras leyes, nosotros nos detendremos en el Título XII denominado “Impulso a la apertura de capital y al desarrollo de proyectos inmobiliarios y de infraestructura”, que promueve la transparencia fiscal de los Fideicomisos y de los Fondos Comunes de Inversión. Básicamente los artículos 205 y 206 plantean que los Fideicomisos tributarán el impuesto a las ganancias en la medida en que los certificados de participación y/o títulos de deuda que emitieran no hubieren sido colocados por oferta pública con autorización de la CNV. Es decir que, aquellos Fideicomisos que sí cuenten con autorización de oferta pública de sus títulos valores serán fiscalmente transparentes, debiendo el tenedor y la tenedora del título pagar el impuesto por la renta que reciba, en

función de su encuadre impositivo. Si bien aún resta la reglamentación por parte de la Administración Federal de Ingresos Públicos, tenemos conocimiento que la CNV ya está exigiendo su cálculo de acuerdo a la norma antes comentada. En tales casos, y siempre que el Fideicomiso realice inversiones en el país, la Sociedad Fiduciaria deberá confeccionar un papel de trabajo con la liquidación del impuesto, pero sin ingresar el importe, sino que serán los y las inversionistas quienes deberán incluir las ganancias que distribuya el Fideicomiso Financiero en sus propias declaraciones juradas, brindándoles el tratamiento que las normas generales del tributo disponen para el tipo de ganancia que se trate, de no haber mediado el Fideicomiso. No caben dudas que esta nueva modalidad de liquidación no sólo simplifica la estructuración del Fideicomiso (eliminando la referencia circular que se generaba en el cálculo del impuesto a las ganancias) sino que también disminuye su costo de financiamiento. Queda pendiente para futuros trabajos el análisis del impacto que puede generar en la tasa de corte el traslado del pago del impuesto a los y las inversionistas.

Hemos mencionado que los requisitos enumerados en el segundo artículo sin número incorporado a continuación del artículo 70 de la Reglamentación de la Ley de Impuesto a las Ganancias (T.O. 1997 y sus modificaciones) siguen vigentes, ya no como un beneficio en el impuesto a las ganancias (derogado por el Decreto 1207/2008), sino para gozar de la exención del impuesto sobre los créditos y débitos en la cuenta corriente fiduciaria. También hemos comentado que el Fideicomiso bajo análisis cumple con tales exigencias por lo tanto no corresponde proyectar un flujo de fondos para el pago de dicho impuesto. De lo contrario, su cálculo es muy sencillo y consiste en aplicar la alícuota del 0,6% sobre todas las cuotas titulizadas a Valor Nominal (impuesto a los créditos) y el 0,6% al importe que resulte de deducirle a las cobranzas el impuesto a los créditos (impuesto a los débitos). Ello se explica por el diseño de una estructura pass-through donde todos ingresos están balanceados exactamente con todos los egresos, es decir, que prácticamente se pagará el 1,2% de todos los activos fideicomitidos.

Cuadro VII.5. Cálculo del Impuesto a las Ganancias

		1 - A	2/[(1+B)^(3/C)]	2 - 4	5 / 3						7-8-9-10-11	12 * 35%	
Mes Vencimiento (1)	Valor Nominal (2)	Días al Cobro (3)	Valor Actual (4)	Descuento (5)	Deveng Diario (6)	Deveng Mensual (7)	Gastos Deveng (8)	IIBB (9)	Int VDF A (10)	Int VDF B (11)	Base Imponible (12)	IIGG Deveng (13)	IIGG Pagos (14)
nov-17	\$ 617.802	30,00	\$ 608.266	\$ 9.536	\$ 318	\$ 573.187	\$ 78.950	\$ 16.544	\$ 0	\$ 0	\$ 477.693	\$ 167.193	
dic-17	\$ 445.145	61,00	\$ 431.286	\$ 13.859	\$ 227	\$ 582.440	\$ 78.950	\$ 16.811	\$ 317.532	\$ 64.630	\$ 104.517	\$ 36.581	
ene-18	\$ -	92,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 575.397	\$ 78.950	\$ 16.608	\$ 317.532	\$ 64.630	\$ 97.677	\$ 34.187	
feb-18	\$ -	120,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 519.713	\$ 78.950	\$ 15.001	\$ 317.532	\$ 64.630	\$ 43.600	\$ 15.260	
mar-18	\$ -	151,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 575.397	\$ 78.950	\$ 16.608	\$ 317.532	\$ 64.630	\$ 97.677	\$ 34.187	
abr-18	\$ -	181,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 556.836	\$ 78.950	\$ 16.072	\$ 317.532	\$ 64.630	\$ 79.651	\$ 27.878	\$ 203.773
may-18	\$ -	212,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 575.397	\$ 78.950	\$ 16.608	\$ 317.532	\$ 64.630	\$ 97.677	\$ 34.187	
jun-18	\$ 2.254.862	242,00	\$ 1.988.957	\$ 265.905	\$ 1.099	\$ 556.836	\$ 78.950	\$ 16.072	\$ 317.532	\$ 64.630	\$ 79.651	\$ 27.878	
jul-18	\$ 480.875	273,00	\$ 417.405	\$ 63.471	\$ 232	\$ 541.335	\$ 78.950	\$ 15.625	\$ 317.447	\$ 64.630	\$ 64.682	\$ 22.639	
ago-18	\$ 2.731.631	304,00	\$ 2.333.275	\$ 398.356	\$ 1.310	\$ 534.127	\$ 78.950	\$ 15.417	\$ 317.441	\$ 64.630	\$ 57.689	\$ 20.191	
sep-18	\$ 2.482.331	334,00	\$ 2.087.604	\$ 394.727	\$ 1.182	\$ 477.586	\$ 78.950	\$ 13.785	\$ 287.196	\$ 64.630	\$ 33.026	\$ 11.559	
oct-18	\$ 1.625.024	365,00	\$ 1.344.830	\$ 280.194	\$ 768	\$ 456.869	\$ 78.950	\$ 13.187	\$ 253.719	\$ 64.630	\$ 46.383	\$ 16.234	
nov-18	\$ 2.027.942	395,00	\$ 1.652.372	\$ 375.570	\$ 951	\$ 419.102	\$ 94.618	\$ 12.097	\$ 235.253	\$ 64.630	\$ 12.503	\$ 4.376	
dic-18	\$ 5.261.093	426,00	\$ 4.218.397	\$ 1.042.696	\$ 2.448	\$ 403.597	\$ 94.618	\$ 11.649	\$ 208.372	\$ 64.630	\$ 24.327	\$ 8.514	
ene-19	\$ 2.363.990	457,00	\$ 1.865.247	\$ 498.743	\$ 1.091	\$ 327.720	\$ 94.618	\$ 9.459	\$ 131.109	\$ 64.630	\$ 27.903	\$ 9.766	
feb-19	\$ 1.529.065	485,00	\$ 1.189.081	\$ 339.984	\$ 701	\$ 265.448	\$ 94.618	\$ 7.662	\$ 98.666	\$ 64.630	-\$ 128	-\$ 45	
mar-19	\$ 1.884.046	516,00	\$ 1.441.771	\$ 442.275	\$ 857	\$ 272.157	\$ 94.618	\$ 7.855	\$ 81.411	\$ 64.630	\$ 23.643	\$ 8.275	
abr-19	\$ 744.021	546,00	\$ 560.576	\$ 183.445	\$ 336	\$ 237.664	\$ 94.618	\$ 6.860	\$ 51.257	\$ 64.630	\$ 20.300	\$ 7.105	\$ 257.090
may-19	\$ 1.971.180	577,00	\$ 1.461.487	\$ 509.693	\$ 883	\$ 235.171	\$ 94.618	\$ 6.788	\$ 40.443	\$ 64.630	\$ 28.691	\$ 10.042	
jun-19	\$ 3.324.246	607,00	\$ 2.426.645	\$ 897.601	\$ 1.479	\$ 201.085	\$ 94.618	\$ 5.804	\$ 11.065	\$ 64.630	\$ 24.967	\$ 8.738	
jul-19	\$ 865.548	638,00	\$ 621.761	\$ 243.787	\$ 382	\$ 161.946	\$ 94.618	\$ 4.674	\$ 0	\$ 42.832	\$ 19.821	\$ 6.937	
ago-19	\$ 1.750.452	669,00	\$ 1.237.376	\$ 513.076	\$ 767	\$ 150.101	\$ 94.618	\$ 4.332	\$ 0	\$ 30.000	\$ 21.150	\$ 7.402	
sep-19	\$ 1.436.817	699,00	\$ 999.994	\$ 436.823	\$ 625	\$ 122.251	\$ 94.618	\$ 3.529	\$ 0	\$ 3.905	\$ 20.199	\$ 7.070	
oct-19	\$ -	730,00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 106.953	\$ 94.618	\$ 3.087	\$ 0	\$ 0	\$ 9.248	\$ 3.237	
nov-19	\$ 878.154	760,00	\$ 592.148	\$ 286.006	\$ 376	\$ 103.503	\$ 94.618	\$ 2.987	\$ 0	\$ 0	\$ 5.897	\$ 2.064	
dic-19	\$ 991.457	791,00	\$ 657.890	\$ 333.567	\$ 422	\$ 95.287	\$ 26.404	\$ 2.750	\$ 0	\$ 0	\$ 66.133	\$ 23.146	
ene-20	\$ 430.109	822,00	\$ 280.852	\$ 149.257	\$ 182	\$ 82.214	\$ 26.404	\$ 2.373	\$ 0	\$ 0	\$ 53.437	\$ 18.703	
feb-20	\$ 1.292.461	851,00	\$ 831.353	\$ 461.108	\$ 542	\$ 71.644	\$ 26.404	\$ 2.068	\$ 0	\$ 0	\$ 43.172	\$ 15.110	
mar-20	\$ 850.491	882,00	\$ 538.341	\$ 312.150	\$ 354	\$ 59.788	\$ 26.404	\$ 1.726	\$ 0	\$ 0	\$ 31.659	\$ 11.080	
abr-20	\$ 328.526	912,00	\$ 204.739	\$ 123.787	\$ 136	\$ 47.242	\$ 26.404	\$ 1.364	\$ 0	\$ 0	\$ 19.475	\$ 6.816	\$ 93.738
may-20	\$ 809.665	943,00	\$ 496.543	\$ 313.122	\$ 332	\$ 44.609	\$ 26.404	\$ 1.288	\$ 0	\$ 0	\$ 16.918	\$ 5.921	
jun-20	\$ 1.384.573	973,00	\$ 836.010	\$ 548.563	\$ 564	\$ 33.209	\$ 26.404	\$ 959	\$ 0	\$ 0	\$ 5.846	\$ 2.046	
jul-20	\$ 289.916	1.004,00	\$ 172.261	\$ 117.655	\$ 117	\$ 16.839	\$ 26.404	\$ 486	\$ 0	\$ 0	-\$ 10.052	-\$ 3.518	
ago-20	\$ 511.966	1.035,00	\$ 299.347	\$ 212.619	\$ 205	\$ 13.206	\$ 26.404	\$ 381	\$ 0	\$ 0	-\$ 13.579	-\$ 4.753	
sep-20	\$ 553.591	1.065,00	\$ 318.689	\$ 234.902	\$ 221	\$ 6.617	\$ 26.404	\$ 191	\$ 0	\$ 0	-\$ 19.978	-\$ 6.992	\$ 44.414
Total	\$ 42.116.978		\$ 32.114.503	\$ 10.002.475		\$ 10.002.475	\$ 2.441.480	\$ 288.708	\$ 4.256.105	\$ 1.304.707	\$ 1.711.475	\$ 599.016	\$ 599.016

Fuente: elaboración propia, en base a estimaciones y datos del suplemento de prospecto.

Ya sobre el final del proceso de estructuración, resta la etapa 7 que consiste en la determinación del saldo neto a pagar a los Beneficiarios y las Beneficiarias, que no es otra cosa que restarles a las cuotas cedidas a Valor Nominal, la mora, incobrabilidad, gastos e impuestos. Tal como hemos comentado en el Capítulo IV, la CNV ha incorporado como un elemento adicional que debe exponerse en el Suplemento de prospecto al Flujo de fondos teórico (Cuadro VII.6), cuya última columna muestra el flujo disponible pagar a los beneficiarios.

Cuadro VII.6. Flujo de fondos teórico:

Mes Vencimiento	Valor Nominal	Mora	Flujo Neto de Mora	Gastos e Impuestos	Flujo Disponible
nov-17	\$ 617.802	\$ -617.802	\$ 0	\$ 0	\$ 0
dic-17	\$ 445.145	\$ -445.145	\$ 0	\$ 0	\$ 0
ene-18	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 0	\$ 0
feb-18	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 0	\$ 0
mar-18	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 0	\$ 0
abr-18	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 0	\$ 0
may-18	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 0	\$ 0
jun-18	\$ 2.254.862	\$ 907.902	\$ 3.162.764	\$ 935.201	\$ 2.227.563
jul-18	\$ 480.875	\$ -94.296	\$ 386.579	\$ 68.780	\$ 317.799
ago-18	\$ 2.731.631	\$ -459.692	\$ 2.271.939	\$ 226.168	\$ 2.045.771
sep-18	\$ 2.482.331	\$ -202.062	\$ 2.280.269	\$ 80.137	\$ 2.200.132
oct-18	\$ 1.625.024	\$ -238.092	\$ 1.386.932	\$ 78.020	\$ 1.308.912
nov-18	\$ 2.027.942	\$ -130.429	\$ 1.897.513	\$ 126.205	\$ 1.771.308
dic-18	\$ 5.261.093	\$ -547.130	\$ 4.713.963	\$ 90.555	\$ 4.623.408
ene-19	\$ 2.363.990	\$ -298.923	\$ 2.065.067	\$ 80.045	\$ 1.985.022
feb-19	\$ 1.529.065	\$ -340.147	\$ 1.188.918	\$ 104.261	\$ 1.084.657
mar-19	\$ 1.884.046	\$ -	\$ 1.884.046	\$ 79.532	\$ 1.804.514
abr-19	\$ 744.021	\$ -	\$ 744.021	\$ 74.874	\$ 669.147
may-19	\$ 1.971.180	\$ -134.128	\$ 1.837.052	\$ 117.927	\$ 1.719.125
jun-19	\$ 3.324.246	\$ -231.632	\$ 3.092.614	\$ 83.885	\$ 3.008.729
jul-19	\$ 865.548	\$ -48.650	\$ 816.898	\$ 104.594	\$ 712.304
ago-19	\$ 1.750.452	\$ -252.107	\$ 1.498.345	\$ 106.871	\$ 1.391.474
sep-19	\$ 1.436.817	\$ -	\$ 1.436.817	\$ 77.149	\$ 1.359.668
oct-19	\$ -	\$ 459.692	\$ 459.692	\$ 126.124	\$ 333.568
nov-19	\$ 878.154	\$ -	\$ 878.154	\$ 57.204	\$ 820.950
dic-19	\$ 991.457	\$ -	\$ 991.457	\$ 30.598	\$ 960.859
ene-20	\$ 430.109	\$ 732.617	\$ 1.162.726	\$ 98.509	\$ 1.064.217
feb-20	\$ 1.292.461	\$ -	\$ 1.292.461	\$ 35.145	\$ 1.257.316
mar-20	\$ 850.491	\$ -	\$ 850.491	\$ 27.487	\$ 823.004
abr-20	\$ 328.526	\$ 752.649	\$ 1.081.175	\$ 27.459	\$ 1.053.716
may-20	\$ 809.665	\$ -	\$ 809.665	\$ 31.211	\$ 778.454
jun-20	\$ 1.384.573	\$ -	\$ 1.384.573	\$ 27.578	\$ 1.356.995
jul-20	\$ 289.916	\$ -	\$ 289.916	\$ 21.907	\$ 268.009
ago-20	\$ 511.966	\$ -	\$ 511.966	\$ 21.833	\$ 490.133
sep-20	\$ 553.591	\$ -	\$ 553.591	\$ 16.289	\$ 537.302
Total	\$ 42.116.978	\$ -1.187.374	\$ 40.929.604	\$ 2.955.548	\$ 37.974.056

Fuente: elaboración propia, en base a datos del suplemento de prospecto.

Como resultado de todo lo ilustrado hasta aquí, estamos en condiciones de armar el flujo teórico de pago de los valores fiduciarios descripto en la etapa 8. Para ello, necesitamos remitirnos al contrato de Fideicomiso donde se describen

las prioridades y preferencias sobre el patrimonio fideicomitado, es decir la cascada de pago. A partir de allí podemos asignar un orden de prelación al destino de los ingresos. En todos los casos la prioridad la constituyen los impuestos, gastos y la constitución de reservas. Luego, corresponde el pago de los intereses devengados de los VDF A y posteriormente al pago de su capital. Una vez cancelados íntegramente los servicios de los VDF A, los fondos se destinan al pago de los intereses devengados de los VDF B y luego al pago de su capital. Por último, una vez cancelados íntegramente los servicios de los VDF B, cabe primero la restitución del saldo del fondo de liquidez a la Empresa Fiduciante y luego, de existir un remanente, al pago de los servicios de los CP, imputándose en primer lugar a capital hasta que el Valor Residual quede reducido a \$100 y luego a utilidad. En la última fecha de pago de servicios se cancelará saldo remanente de capital.

En el Cuadro VII.7, se observa claramente no sólo el resultado del complejo proceso de estructuración financiera descrito, sino también el esquema secuencial con sus prioridades y preferencias de pago comentadas en el párrafo anterior y cuyo saldo final es de suma cero.

Cuadro VII.7. Estructura Financiera:

Mes Vencimiento	Valor Nominal	Mora	Gastos e Impuestos	Flujo Disponible	Int VDF A	Capital VDF A	Int VDF B	Capital VDF B	Capital CP	Renta CP	Saldo Final
nov-17	\$ 617.802	\$ -617.802	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
dic-17	\$ 445.145	\$ -445.145	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
ene-18	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
feb-18	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
mar-18	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
abr-18	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
may-18	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
jun-18	\$ 2.254.862	\$ 907.902	\$ 935.201	\$ 2.227.563	\$ 2.222.724	\$ 4.839	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
jul-18	\$ 480.875	\$ -94.296	\$ 68.780	\$ 317.799	\$ 317.447	\$ 352	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
ago-18	\$ 2.731.631	\$ -459.692	\$ 226.168	\$ 2.045.771	\$ 317.441	\$ 1.728.330	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
sep-18	\$ 2.482.331	\$ -202.062	\$ 80.137	\$ 2.200.132	\$ 287.196	\$ 1.912.936	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
oct-18	\$ 1.625.024	\$ -238.092	\$ 78.020	\$ 1.308.912	\$ 253.719	\$ 1.055.193	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
nov-18	\$ 2.027.942	\$ -130.429	\$ 126.205	\$ 1.771.308	\$ 235.253	\$ 1.536.055	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
dic-18	\$ 5.261.093	\$ -547.130	\$ 90.555	\$ 4.623.408	\$ 208.372	\$ 4.415.036	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
ene-19	\$ 2.363.990	\$ -298.923	\$ 80.045	\$ 1.985.022	\$ 131.109	\$ 1.853.913	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
feb-19	\$ 1.529.065	\$ -340.147	\$ 104.261	\$ 1.084.657	\$ 98.666	\$ 985.991	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
mar-19	\$ 1.884.046	\$ -	\$ 79.532	\$ 1.804.514	\$ 81.411	\$ 1.723.103	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
abr-19	\$ 744.021	\$ -	\$ 74.874	\$ 669.147	\$ 51.257	\$ 617.890	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
may-19	\$ 1.971.180	\$ -134.128	\$ 117.927	\$ 1.719.125	\$ 40.443	\$ 1.678.682	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
jun-19	\$ 3.324.246	\$ -231.632	\$ 83.885	\$ 3.008.729	\$ 11.067	\$ 632.374	\$ 1.227.970	\$ 1.137.318	\$ 0	\$ 0	\$ 0
jul-19	\$ 865.548	\$ -48.650	\$ 104.594	\$ 712.304	\$ 0	\$ 0	\$ 42.832	\$ 669.471	\$ 0	\$ 0	\$ 0
ago-19	\$ 1.750.452	\$ -252.107	\$ 106.871	\$ 1.391.474	\$ 0	\$ 0	\$ 30.000	\$ 1.361.474	\$ 0	\$ 0	\$ 0
sep-19	\$ 1.436.817	\$ -	\$ 77.149	\$ 1.359.668	\$ 0	\$ 0	\$ 3.905	\$ 203.760	\$ 1.152.003	\$ 0	\$ 0
oct-19	\$ -	\$ 459.692	\$ 126.124	\$ 333.568	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 333.568	\$ 0	\$ 0
nov-19	\$ 878.154	\$ -	\$ 57.204	\$ 820.950	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 820.950	\$ 0	\$ 0
dic-19	\$ 991.457	\$ -	\$ 30.598	\$ 960.859	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 960.859	\$ 0	\$ 0
ene-20	\$ 430.109	\$ 732.617	\$ 98.509	\$ 1.064.217	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1.064.217	\$ 0	\$ 0
feb-20	\$ 1.292.461	\$ -	\$ 35.145	\$ 1.257.316	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1.257.316	\$ 0	\$ 0
mar-20	\$ 850.491	\$ -	\$ 27.487	\$ 823.004	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 823.004	\$ 0	\$ 0
abr-20	\$ 328.526	\$ 752.649	\$ 27.459	\$ 1.053.716	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1.053.716	\$ 0	\$ 0
may-20	\$ 809.665	\$ -	\$ 31.211	\$ 778.454	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 778.454	\$ 0	\$ 0
jun-20	\$ 1.384.573	\$ -	\$ 27.578	\$ 1.356.995	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1.356.995	\$ 0	\$ 0
jul-20	\$ 289.916	\$ -	\$ 21.907	\$ 268.009	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 268.009	\$ 0	\$ 0
ago-20	\$ 511.966	\$ -	\$ 21.833	\$ 490.133	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 490.133	\$ 0	\$ 0
sep-20	\$ 553.591	\$ -	\$ 16.289	\$ 537.302	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 238.562	\$ 298.740	\$ 0
Total	\$ 42.116.978	\$ -1.187.374	\$ 2.955.548	\$ 37.974.056	\$ 4.256.105	\$ 18.144.694	\$ 1.304.707	\$ 3.372.023	\$ 10.597.786	\$ 298.740	\$ -

Fuente: elaboración propia, en base a datos del suplemento de prospecto.

Sólo resta confirmar que existan fondos suficientes para el pago de la renta del certificado de participación y armar los Cuadros de estimación de pagos (Cuadro VII.8) que se exponen en el suplemento de prospecto y que constituyen la fuente principal de los y las inversionistas para la determinación del precio de los bonos, tema que abordaremos en breve.

Tratándose de una Serie aprobada por la CNV y colocada exitosamente entre los y las inversionistas, no cabe dudas que los flujos estimados alcanzan para cancelar íntegramente el capital del CP y pagar una renta de \$298.740. No obstante, siuviésemos en nuestras manos la responsabilidad de estructurar un Fideicomiso Financiero, corresponde en esta instancia, analizar la razonabilidad de los saldos y en su defecto, proponer ajustes a la tasa de descuento u a otras variables. Para ello, adquiere relevancia la metodología empleada para el diseño de la estructura y la relación entre los distintos cálculos, ya que de no contar con un sistema que vincule todas las fórmulas, en el mejor de los casos se perderá mucho tiempo y en el peor, se correrá el riesgo de cometer graves errores.

Cuadro VII.8. Cuadros de estimación de pagos:

Valor Representativo de Deuda Fiduciaria Clase A				
Fecha de Pago	Amortización	Interés	Total	Saldo de Capital
				\$ 18.144.694
16/07/2018	\$ 4.839	\$ 2.222.724	\$ 2.227.563	\$ 18.139.855
15/08/2018	\$ 352	\$ 317.447	\$ 317.799	\$ 18.139.503
17/09/2018	\$ 1.728.330	\$ 317.441	\$ 2.045.771	\$ 16.411.173
15/10/2018	\$ 1.912.936	\$ 287.196	\$ 2.200.132	\$ 14.498.237
15/11/2018	\$ 1.055.193	\$ 253.719	\$ 1.308.912	\$ 13.443.044
17/12/2018	\$ 1.536.055	\$ 235.253	\$ 1.771.308	\$ 11.906.989
15/01/2019	\$ 4.415.036	\$ 208.372	\$ 4.623.408	\$ 7.491.953
15/02/2019	\$ 1.853.913	\$ 131.109	\$ 1.985.022	\$ 5.638.040
15/03/2019	\$ 985.991	\$ 98.666	\$ 1.084.657	\$ 4.652.049
15/04/2019	\$ 1.723.103	\$ 81.411	\$ 1.804.514	\$ 2.928.946
15/05/2019	\$ 617.890	\$ 51.257	\$ 669.147	\$ 2.311.056
17/06/2019	\$ 1.678.682	\$ 40.443	\$ 1.719.125	\$ 632.374
15/07/2019	\$ 632.374	\$ 11.067	\$ 643.441	\$ 0
	\$ 18.144.694	\$ 4.256.105	\$ 22.400.799	

Valor Representativo de Deuda Fiduciaria Clase B				
Fecha de Pago	Amortización	Interés	Total	Saldo de Capital
				\$ 3.372.023
15/07/2019	\$ 1.137.318	\$ 1.227.970	\$ 2.365.288	\$ 2.234.705
15/08/2019	\$ 669.471	\$ 42.832	\$ 712.303	\$ 1.565.234
16/09/2019	\$ 1.361.474	\$ 30.000	\$ 1.391.474	\$ 203.760
15/10/2019	\$ 203.760	\$ 3.905	\$ 207.665	\$ 0
	\$ 3.372.023	\$ 1.304.707	\$ 4.676.730	

Fecha de Pago	Capital	Rendimiento	Total	Saldo de Capital
				\$ 10.597.786
15/10/2019	\$ 1.152.003	\$ 0	\$ 1.152.003	\$ 9.445.783
15/11/2019	\$ 333.568	\$ 0	\$ 333.568	\$ 9.112.215
16/12/2019	\$ 820.950	\$ 0	\$ 820.950	\$ 8.291.265
15/01/2020	\$ 960.859	\$ 0	\$ 960.859	\$ 7.330.406
17/02/2020	\$ 1.064.217	\$ 0	\$ 1.064.217	\$ 6.266.189
16/03/2020	\$ 1.257.316	\$ 0	\$ 1.257.316	\$ 5.008.873
15/04/2020	\$ 823.004	\$ 0	\$ 823.004	\$ 4.185.869
15/05/2020	\$ 1.053.716	\$ 0	\$ 1.053.716	\$ 3.132.153
15/06/2020	\$ 778.454	\$ 0	\$ 778.454	\$ 2.353.699
15/07/2020	\$ 1.356.995	\$ 0	\$ 1.356.995	\$ 996.704
17/08/2020	\$ 268.009	\$ 0	\$ 268.009	\$ 728.695
15/09/2020	\$ 490.133	\$ 0	\$ 490.133	\$ 238.562
15/10/2020	\$ 238.562	\$ 298.740	\$ 537.302	\$ 0
	\$ 10.597.786	\$ 298.740	\$ 10.896.526	

Fuente: Suplemento de prospecto.

El proceso de estructuración no finaliza hasta tanto no se corrobore la suma cero de los saldos mensuales, la razonabilidad de los importes a pagar en concepto de impuestos a través de la realización de las pruebas globales ya comentadas y la suficiencia de fondos para amortizar totalmente los CP y pagar algún remanente en concepto de renta. También resulta fundamental calcular la duration de los bonos y compararla con otros títulos de características similares a fin de evaluar sus posibilidades de colocación. Si por cualquier motivo transcurriese un tiempo significativo entre el diseño de la estructura financiera y la colocación de los valores fiduciarios, corresponde entonces revisar la vigencia de las tasas fijadas para cada título y analizar la oportunidad para modificarlas o de lo contrario, dejar que el o la inversionista fije su rendimiento esperado licitando un precio que contemple tal desfase con las tasas de referencia.

Otro factor determinante del éxito de la colocación primaria lo constituye la calificación de riesgo. Si bien la agencia de calificación comienza a analizar el producto en una de las primeras instancias de su organización, adquiere relevancia en esta etapa, cuando se logra cerrar la estructura financiera y los tiempos apremian para presentar una versión completa del Suplemento en la CNV para su revisión y posterior autorización de la oferta pública. A fin de articular las tareas optimizando los tiempos, resulta importante que la Firma de Asesoría Financiera mantenga un diálogo permanente con los y las analistas de la calificadora y les suministre toda la información requerida con la anticipación necesaria para cumplir con los plazos previstos en el cronograma inicial. Recordemos que estamos frente a un producto estructurado y por ende con

posibilidades de incorporarle mejoras crediticias que aumenten el rating crediticio. No obstante, tales sugerencias en forma tardía no son gratuitas: por un lado, debe afrontarse un mayor costo financiero producto por ejemplo, de una mayor inmovilización de fondos como consecuencia del incremento del fondo de liquidez o de un menor financiamiento obtenido por una mayor subordinación requerida a los títulos seniors y por el otro, por las demoras que conllevan los ajustes en la estructura y un nuevo análisis por parte de la calificadora, que en caso de haber tomado underwriting, se traduce en mayores intereses.

En cuanto a la labor de la Comisión Nacional de Valores, nos limitaremos a mencionar que, en las titulaciones de créditos comerciales originados en actividades productivas, resulta fundamental la celeridad en los trámites de autorización, ya que generalmente se trata de actividades con cierta estacionalidad y las demoras excesivas no pueden subsanarse reemplazando los créditos cedidos por otros más nuevos. Justamente por las características propias de su actividad, estas empresas no emiten Fideicomisos en forma periódica como sí sucede con las empresas que financian el consumo. Ello dificulta la implementación del trámite simplificado⁴⁴ previsto en las normas que exige la emisión de al menos tres series por año de idénticas características. Tampoco resulta muy útil la presentación de suplementos con control de cambios respecto de la última versión autorizada, ya que en algunos casos puede transcurrir un año entre serie y serie y ello implica la actualización de muchos datos.

Vale remarcar que, con el objetivo de agilizar los procedimientos de autorización, recientemente la CNV dictó una resolución que propicia la estandarización del formato de los prospectos y suplementos de prospectos, reordenando los contenidos de dichos documentos. Entendemos que la medida adoptada no sólo

⁴⁴ Dicho régimen consiste en presentar un suplemento de prospecto de términos generales que contiene toda la información que no sufrirá modificaciones durante el plazo de vigencia (un año), el cual regirá para las consecutivas series; y, en oportunidad de cada solicitud de oferta pública de una nueva serie, se presenta un suplemento de prospecto de términos particulares que contendrá los términos propios de la emisión.

simplifica el análisis por parte de las y los analistas de la CNV, sino que también facilita su lectura por parte de las personas en general.

Sobre este aspecto, resulta fundamental que el órgano de contralor se limite a emitir sólo una vista por especialista en cada materia (legal y contable), siempre hablando sobre una versión definitiva del documento, que contenga todos los cuadros numéricos analizados en el presente Capítulo y los demás exigidos por las normas.

Una vez obtenida la autorización de oferta pública, corresponde iniciar el proceso de colocación de los valores fiduciarios de acuerdo con lo expuesto en el Capítulo V. Al respecto, en la Serie bajo estudio, se ha empleado el método de colocación denominado subasta holandesa modificada, fijando un monto mínimo de suscripción equivalente a \$20.000, un tramo competitivo para ofertas superiores a los \$100.000 y una comisión de colocación de hasta 0,50% sobre el monto de los valores fiduciarios efectivamente colocados.

De acuerdo con la publicación efectuada por la Sociedad Fiduciaria en el aviso de suscripción, el período de difusión superó los 3 días hábiles previstos en la regulación, fijándose desde el martes 05/12/2017 hasta el lunes 11/12/2017, mientras que el período de licitación se fijó en 1 día hábil, desde las 10hs del martes 12/12/2017 hasta las 16hs del mismo día. Teniendo en cuenta que el viernes 8 de diciembre fue feriado bursátil, es probable que las Entidades Colocadoras hayan sugerido no licitar el primer día hábil posterior a un fin de semana largo, sino el día siguiente a fin de lograr el éxito de la colocación.

Ya cerrado el período de suscripción, la Sociedad Fiduciaria ha publicado el resultado de la colocación primaria en el cual se observa que el VDFA ha recibido 14 ofertas por un total de \$28.990.000 para una emisión de \$18.144.694, es decir, una sobreoferta del 59,77%. Probablemente por tratarse de un Fideicomiso PyME, no se registraron ofertas en el tramo no competitivo, recibándose ofertas con tasas que van desde el 28,98% al 31%. No obstante, por la sobredemanda registrada, la tasa de corte se fijó 29,90% que equivale a un precio de 93,9483%. Como consecuencia de ello, las personas que licitaron tasas mayores a dicho valor quedaron excluidas y la oferta al 29,90% por

\$1.000.000 sólo fue adjudicada por \$154.694 cifra necesaria para alcanzar el valor nominal total de emisión (Cuadro VII.9).

Cuadro VII.9. Valores de deuda fiduciaria Clase A: libro de colocación

<i>Oferta</i>	<i>V.N.</i>	<i>Precio/tasa</i>	<i>V.N. Acum</i>
1	\$ 1.000.000	28,98%	\$ 1.000.000
2	\$ 2.000.000	29,00%	\$ 3.000.000
3	\$ 1.000.000	29,24%	\$ 4.000.000
4	\$ 3.190.000	29,25%	\$ 7.190.000
5	\$ 2.000.000	29,34%	\$ 9.190.000
6	\$ 2.500.000	29,38%	\$ 11.690.000
7	\$ 1.300.000	29,47%	\$ 12.990.000
8	\$ 1.500.000	29,49%	\$ 14.490.000
9	\$ 2.000.000	29,50%	\$ 16.490.000
10	\$ 1.500.000	29,80%	\$ 17.990.000
11	\$ 1.000.000	29,90%	\$ 18.990.000
12	\$ 5.000.000	30,00%	\$ 23.990.000
13	\$ 3.000.000	30,25%	\$ 26.990.000
14	\$ 2.000.000	31,00%	\$ 28.990.000

Fuente: elaboración propia, en base al aviso del Resultado de la Colocación.

Recordemos que resulta habitual cuando los títulos de deuda devengan una tasa variable, determinar su precio descontando los flujos teóricos de pago a la tasa mínima. Entonces, si en lugar de utilizar la tasa del 21% proyectamos una Badlar con los valores vigentes a la fecha del cierre (22,5625%), podríamos descontar los flujos al 24,5625% (22,5625% más 2%). En tal escenario, las cobranzas de los dos primeros meses resultan insuficientes para cancelar los gastos, impuestos e intereses devengados, debiéndose postergar los saldos impagos, arrojando una TIR real de 34,04% y una TNA real de 29,66% para una duration de 12,78 meses (Cuadro VII.10).

Cuadro VII.10. Valores de deuda fiduciaria Clase A: calculadora

Capital	\$ 18.144.694	TIR Solicitada	29,90%
Badlar Proyectada	22,5625%	Precio de Corte	93,9843%
Spread	2,00%	Valor Suscripción	\$ 17.053.169,55
Cupón	24,56%	Duration cupón min	12,78
Cupón Mínimo	21,00%	TIR real	34,04%
Cupón Máximo	28,00%	TNA real	29,66%
		Duration real	12,78
		Fecha de Salida	14/12/2017

Fecha	Mínimo	% Amortización	Amortización	Interés	Total Flujo	Saldo
14/12/2017						\$ 18.144.694
16/07/2018	21,00%	0,0%	\$ 4.839	\$ 2.222.724	\$ 2.227.563	\$ 18.139.855
15/08/2018	21,00%	0,0%	\$ 352	\$ 317.447	\$ 317.799	\$ 18.139.503
17/09/2018	21,00%	9,5%	\$ 1.728.330	\$ 317.441	\$ 2.045.771	\$ 16.411.173
15/10/2018	21,00%	10,5%	\$ 1.912.936	\$ 287.196	\$ 2.200.132	\$ 14.498.237
15/11/2018	21,00%	5,8%	\$ 1.055.193	\$ 253.719	\$ 1.308.912	\$ 13.443.044
17/12/2018	21,00%	8,5%	\$ 1.536.055	\$ 235.253	\$ 1.771.308	\$ 11.906.989
15/01/2019	21,00%	24,3%	\$ 4.415.036	\$ 208.372	\$ 4.623.408	\$ 7.491.953
15/02/2019	21,00%	10,2%	\$ 1.853.913	\$ 131.109	\$ 1.985.022	\$ 5.638.040
15/03/2019	21,00%	5,4%	\$ 985.991	\$ 98.666	\$ 1.084.657	\$ 4.652.049
15/04/2019	21,00%	9,5%	\$ 1.723.103	\$ 81.411	\$ 1.804.514	\$ 2.928.946
15/05/2019	21,00%	3,4%	\$ 617.890	\$ 51.257	\$ 669.147	\$ 2.311.056
17/06/2019	21,00%	9,3%	\$ 1.678.682	\$ 40.443	\$ 1.719.125	\$ 632.374
15/07/2019	21,00%	3,5%	\$ 632.374	\$ 11.067	\$ 643.441	\$ 0
		100,0%	\$ 18.144.694	\$ 4.256.105	\$ 22.400.799	

Fecha	Cupón	% Amortización	Amortización	Interés	Total Flujo	Saldo
14/12/2017					-\$ 17.053.170	\$ 18.144.694
16/07/2018	24,56%	0,0%	\$ 0	\$ 2.227.563	\$ 2.227.563	\$ 18.144.694
15/08/2018	24,56%	0,0%	\$ 0	\$ 317.799	\$ 317.799	\$ 18.144.694
17/09/2018	24,56%	6,9%	\$ 1.248.542	\$ 797.229	\$ 2.045.771	\$ 16.896.152
15/10/2018	24,56%	10,2%	\$ 1.854.289	\$ 345.843	\$ 2.200.132	\$ 15.041.863
15/11/2018	24,56%	5,5%	\$ 1.001.024	\$ 307.888	\$ 1.308.912	\$ 14.040.839
17/12/2018	24,56%	8,2%	\$ 1.483.910	\$ 287.398	\$ 1.771.308	\$ 12.556.929
15/01/2019	24,56%	24,1%	\$ 4.366.383	\$ 257.025	\$ 4.623.408	\$ 8.190.546
15/02/2019	24,56%	10,0%	\$ 1.817.372	\$ 167.650	\$ 1.985.022	\$ 6.373.174
15/03/2019	24,56%	5,3%	\$ 954.206	\$ 130.451	\$ 1.084.657	\$ 5.418.968
15/04/2019	24,56%	9,3%	\$ 1.693.594	\$ 110.920	\$ 1.804.514	\$ 3.725.374
15/05/2019	24,56%	3,3%	\$ 592.893	\$ 76.254	\$ 669.147	\$ 3.132.481
17/06/2019	24,56%	9,1%	\$ 1.655.007	\$ 64.118	\$ 1.719.125	\$ 1.477.474
15/07/2019	24,56%	8,1%	\$ 1.477.474	\$ 30.242	\$ 1.507.716	\$ 0
		100,0%	\$ 18.144.694	\$ 5.120.380	\$ 23.265.074	

Fuente: elaboración propia, en base a datos del suplemento de prospecto.

Hemos visto en el presente Capítulo que el monto de emisión constituye un factor determinante del costo financiero total, ya que al superarse determinada suma nos permite licuar los gastos fijos. Al respecto, tal cifra estará dada por la capacidad de otorgar créditos por parte de la Empresa Fiduciante y la habilidad de las entidades colocadoras para vender grandes sumas de valores fiduciarios. Algo similar ocurre con el plazo de vencimiento de los títulos, toda vez que la titulización de créditos de largo plazo contribuye a reducir el costo financiero total. El éxito del tal propósito no sólo depende de las características del negocio de la Empresa Fiduciante y su posibilidad y conveniencia de otorgar financiamiento a mayor plazo, sino también del apetito de las y los inversionistas por papeles con tales características. Recordemos que frente a una cartera de créditos de muy corto plazo (ej. cupones de tarjeta de crédito), puede plantearse una cesión con revolving.

Con el diario del lunes, resulta sencillo afirmar que la duration del VDF A del caso bajo estudio (12,78 meses), si bien supera los niveles promedios habitualmente colocados en el mercado argentino, tiene un potencial de demanda ayudado por

la calificación de riesgo (AA), los bajos niveles de emisión (\$17MM) y la posibilidad de suscripción por parte de los Fondos Comunes de Inversión PyMEs.

$$Duration VDF A = \frac{\frac{6.759.281.624}{17.624.313}}{30} = 12,78 \text{ meses}$$

Respecto del VDFB, del resultado de la colocación surge que se recibieron 3 ofertas por un total de \$5.380.000 para una emisión de \$3.372.023, es decir, una sobreoferta similar a la del VDF A (59,55%). En este caso, tampoco se registraron ofertas en el tramo no competitivo, es decir que todas y todos licitaron tasa junto al resto con valores que van desde el 28,45% al 33,99%. No obstante, por la sobredemanda registrada, la tasa de corte se fijó en 29,75% que equivale a un precio de 90,0547%. Como consecuencia de ello, la única persona que licitó una tasa mayor a dicho valor quedó excluida y la oferta al 29,75% por \$3.210.000 fue adjudicada prácticamente en su totalidad con un porcentaje de prorratio del 99,75%. (Cuadro VII.11).

Cuadro VII.11. Valores de deuda fiduciaria Clase B: libro de colocación

Oferta	V.N.	Precio/tasa	V.N. Acum
1	\$ 170.000	28,45%	\$ 170.000
2	\$ 3.210.000	29,75%	\$ 3.380.000
3	\$ 2.000.000	33,99%	\$ 5.380.000

Fuente: elaboración propia, en base al aviso del Resultado de la Colocación.

Si repetimos el ejercicio de descontar los flujos futuros de pago de los VDF B proyectando una tasa Badlar del 22,5625%, se obtiene una TIR real de 32,54% y una TNA real de 28,50% para una duration de 21,02 meses (Cuadro VII.12).

Cuadro VII.12. Valores de deuda fiduciaria Clase B: calculadora

Capital	\$ 3.372.023	TIR Solicitada	29,75%
Badlar Proyectada	22,5625%	Precio de Corte	90,0547%
Spread	3,50%	Valor Suscripción	\$ 3.036.665,67
Cupón	26,06%	Duration cupón mín	20,16
Cupón Mínimo	23,00%	TIR real	32,54%
Cupón Máximo	30,00%	TNA real	28,50%
		Duration real	21,02
		Fecha de Salida	14/12/2017

Fecha	Mínimo	% Amortización	Amortización	Interés	Total Flujo	Saldo
14/12/2017						\$ 3.372.023
15/07/2019	23,00%	33,7%	\$ 1.137.310	\$ 1.227.978	\$ 2.365.288	\$ 2.234.713
15/08/2019	23,00%	19,9%	\$ 669.472	\$ 42.832	\$ 712.304	\$ 1.565.241
16/09/2019	23,00%	40,4%	\$ 1.361.474	\$ 30.000	\$ 1.391.474	\$ 203.767
15/10/2019	23,00%	6,0%	\$ 203.767	\$ 3.906	\$ 207.673	\$ 0
		100,0%	\$ 3.372.023	\$ 1.304.716	\$ 4.676.739	

Fecha	Cupón	% Amortización	Amortización	Interés	Total Flujo	Saldo
14/12/2017					-\$ 3.036.666	\$ 3.372.023
15/07/2019	26,06%	3,2%	\$ 109.527	\$ 1.391.486	\$ 1.501.013	\$ 3.262.496
15/08/2019	26,06%	19,0%	\$ 641.447	\$ 70.857	\$ 712.304	\$ 2.621.049
16/09/2019	26,06%	39,6%	\$ 1.334.548	\$ 56.926	\$ 1.391.474	\$ 1.286.501
15/10/2019	26,06%	5,3%	\$ 179.732	\$ 27.941	\$ 207.673	\$ 1.106.769
15/11/2019	26,06%	32,8%	\$ 1.106.769	\$ 24.038	\$ 1.130.807	\$ 0
		100,0%	\$ 3.372.023	\$ 1.571.248	\$ 4.943.271	

Fuente: elaboración propia, en base a datos del suplemento de prospecto.

$$Duration VDF B = \frac{1.836.822.774}{\frac{3.036.666}{30}} = 20,16 \text{ meses}$$

Por último, los certificados de participación recibieron una única oferta por el monto total emitido a un precio del 100%, es decir a la par. Si recordamos lo mencionado en el Capítulo IV es muy probable que tal oferta corresponda a la Empresa Fiduciante ya que tal precio arroja una TIR de 1,21% para una duration de 28 meses, valor totalmente absurdo para un bono de semejante riesgo (Cuadro VII.13).

No obstante, cuando la Empresa Fiduciante también asume el rol de Agente de Administración, siempre resulta beneficioso que mantenga en su cartera de inversiones los certificados de participación de sus propios Fideicomisos. El hecho que la misma empresa tenedora del título subordinado a todo el resto, sea la responsable de gestionar el cobro de la cartera cedida, configura lo que se denomina “alineación de intereses” ya que tiene un interés especial en llevar adelante su encargo de forma óptima a fin de maximizar su rendimiento manteniendo bajos niveles de incobrabilidad.

Cuadro VII.13. Certificados de participación: calculadora

TIR Solicitada	1,21%
Precio de Corte	100,0008%
Valor Suscripción	\$ 10.597.871,52
Duration cupón min	28,00
Fecha de Salida	14/12/2017

Fecha	% Amortización	Amortización	Interés	Total Flujo	Saldo
14/12/2017					\$ 10.597.786
15/10/2019	10,9%	\$ 1.151.995	\$ 0	\$ 1.151.995	\$ 9.445.791
15/11/2019	3,1%	\$ 333.568	\$ 0	\$ 333.568	\$ 9.112.223
16/12/2019	7,7%	\$ 820.950	\$ 0	\$ 820.950	\$ 8.291.273
15/01/2020	9,1%	\$ 960.859	\$ 0	\$ 960.859	\$ 7.330.414
17/02/2020	10,0%	\$ 1.064.217	\$ 0	\$ 1.064.217	\$ 6.266.197
16/03/2020	11,9%	\$ 1.257.316	\$ 0	\$ 1.257.316	\$ 5.008.881
15/04/2020	7,8%	\$ 823.004	\$ 0	\$ 823.004	\$ 4.185.877
15/05/2020	9,9%	\$ 1.053.716	\$ 0	\$ 1.053.716	\$ 3.132.161
15/06/2020	7,3%	\$ 778.454	\$ 0	\$ 778.454	\$ 2.353.707
15/07/2020	12,8%	\$ 1.356.995	\$ 0	\$ 1.356.995	\$ 996.712
17/08/2020	2,5%	\$ 268.009	\$ 0	\$ 268.009	\$ 728.703
15/09/2020	4,6%	\$ 490.133	\$ 0	\$ 490.133	\$ 238.570
15/10/2020	2,3%	\$ 238.570	\$ 298.732	\$ 537.302	\$ 0
	100,0%	\$ 10.597.786	\$ 298.732	\$ 10.896.518	

Fuente: elaboración propia, en base a datos del suplemento de prospecto.

Por la situación económica que atraviesa el país, la curva de rendimientos se encuentra invertida, es decir que se le exige una tasa de interés menor al bono de mayor vencimiento (VDF B:28,50%) respecto del bono senior (VDF A:29,66%).

En los últimos tiempos, el propio Banco Central con la licitación de Lebacs ha fomentado una curva con dirección opuesta, beneficiando los vencimientos más reducidos con la intención de captar el sobrante de liquidez del mercado como política monetaria para contener la inflación. De esta forma, en las licitaciones mensuales de Lebacs se ha convalidado una mayor tasa de interés para los vencimientos cortos respecto de los más largos (Cuadro VII.14). Tal situación, si bien contradice un principio fundamental de las finanzas, se explica básicamente por un mercado que opera con expectativas de tasas de interés a la baja confiando en una reducción de la tasa de inflación. Es decir, que los y las inversionistas prefieren atar sus portafolios al largo plazo a una tasa de interés algo inferior a la de los bonos de corto plazo, pero significativamente mayor a la tasa proyectada para tal período, de cumplirse las metas inflacionarias fijadas.

Cuadro VII.14. Licitación de Lebac: 19 de diciembre de 2017

Fecha de licitación	Plazo días	Vencimiento	Tasa de corte %	Moneda	Precio	Monto aceptado
19/12/2017	28	17/01/2018	28,7502	\$	97,8421	\$ 145.653.900.000
19/12/2017	63	21/02/2018	28,8003	\$	95,2644	\$ 28.744.500.000
19/12/2017	91	21/03/2018	28,8002	\$	93,3007	\$ 29.292.000.000
19/12/2017	147	16/05/2018	28,7500	\$	89,6228	\$ 9.683.500.000
19/12/2017	210	18/07/2018	28,6949	\$	85,8300	\$ 3.267.500.000
19/12/2017	273	19/09/2018	28,7001	\$	82,3275	\$ 25.742.600.000

Fuente: Ámbito Financiero

No podemos pasar por alto que tal política monetaria contractiva del Banco Central ha sido acompañada por créditos subsidiados, la denominada línea de financiamiento para la producción y la inclusión financiera, que obliga a algunos bancos a prestar al sector productivo a tasas del 17% anual en pesos y que al menos el 75% del cupo debe dirigirse a MiPyMEs. Si bien tal aliciente resulta más que necesario para darle continuidad a la actividad económica, también es cierto que la coexistencia de ambas políticas fija un spread muy amplio entre las tasas activas que demandan los y las inversionistas, con la Lebac como referencia, y las tasas pasivas que están dispuestos a pagar los y las Gerentes del Área Financiera, con la tasa del 17% como referencia.

Hasta aquí conocemos la fecha de corte (31/10/2017) y la de autorización de la oferta pública del Fideicomiso (04/12/2017), pero desconocemos la fecha en que se resolvió la constitución de la serie en cuestión. De la documentación se desprende que los términos y condiciones de emisión de los valores fiduciarios y del contrato de Fideicomiso han sido aprobados por el Directorio de la Empresa Fiduciante en su reunión de fecha 02 de enero de 2017, y por el Directorio de la Sociedad Fiduciaria en su reunión de fecha 20 de enero de 2017. También se conoce que con fecha 03/03/2017 se firmó el Acuerdo preliminar para integraciones parciales y el contrato suplementario de Fideicomiso Financiero. De lo expuesto se deduce que las partes comenzaron a trabajar en una nueva serie a principios de año, para iniciar el trámite de oferta pública a más tardar en el mes de marzo, con integraciones parciales de créditos que le permitió a la Empresa Fiduciante obtener un adelanto de los fondos de la colocación primaria a través de la emisión de valores de deuda fiduciaria iniciales que fueron suscriptos por 7 Entidades Underwriters, para finalmente obtener la autorización de oferta pública en un plazo de 270 días. Vale aclarar que la Comisión Nacional de Valores no autoriza la oferta pública hasta tanto no se encuentre integrada la totalidad de la cartera fideicomitida. Con lo cual no debe interpretarse como una demora de 9 meses por parte del órgano de contralor, sino que gran parte de los días transcurridos corresponden al plazo normal y necesario de la Empresa Fiduciante para vender la maquinaria agrícola a plazo y originar una cartera de créditos titulizable. Con fecha 10/11/2017 se emitió el dictamen de calificación de los valores fiduciarios, es decir, que a tal fecha ya se contaba con la estructura

financiera definitiva y podríamos contar a partir de allí el plazo que se tomó la CNV para emitir las vistas y aprobar la oferta pública. Por todo lo expuesto, estamos en condiciones de afirmar que el proceso completo de organización ha demandado 11 meses de trabajo, de los cuales los 2 primeros meses (Ene a Feb) se afectaron a la contratación de las entidades participantes y redacción de los documentos, los siguientes 6 meses (Mar a Ago) a iniciar el trámite de oferta pública, integrar la cartera y tomar préstamos puente, otros 2 meses (Sep a Oct) para diseñar la estructura, obtener la calificación de riesgo y ajustar los documentos legales al esquema definido y los últimos 45 días (Nov a Dic) a responder las vistas de la CNV, obtener la autorización, difundir y colocar los valores fiduciarios.

Teniendo en cuenta lo indicado en el párrafo anterior, haremos un paréntesis para analizar la determinación de la fecha de corte, que como ya se ha mencionado, establece el momento a partir del cual las cuotas cedidas pertenecen al Fideicomiso y por ende las cobranzas deben depositarse en la cuenta fiduciaria. Como veremos a continuación, tal situación exige que la fecha de corte se fije lo más próximo posible a la fecha de colocación primaria y emisión de los valores fiduciarios. En este caso, existe un desfase de 44 días entre ambas fechas, con lo cual podríamos inferir que ha existido una demora imprevista en el proceso de organización, ya sea por mayores plazos en la originación de la cartera o en la redacción de los documentos, o cambios en la estructura planteada o retrasos en su calificación, por nombrar los más habituales y habiendo descartado la actuación de la CNV, que en el particular se tomó un plazo razonable. Al respecto, en el Cuadro VII.1 se observa que existen cuotas con vencimiento noviembre por \$617.802 y que la Empresa Fiduciante en su rol de Administradora de los Créditos debió transferir a la cuenta fiduciaria dentro de las 72hs de obtenidos dichos fondos y con anterioridad a la colocación de los valores fiduciarios. No resulta lógico que alguien pague una primera cuota de un crédito con anterioridad a la recepción de los fondos. No obstante, recordemos que la Fiduciante ha obtenido un adelanto del precio de la colocación primaria motivo por el cual, durante esa etapa privada las Entidades Underwriters que suscribieron los valores fiduciarios iniciales asumen el rol de Beneficiarias del Fideicomiso y por ende la Sociedad Fiduciaria debe velar por el cumplimiento

del contrato en protección de éstas últimas. Una situación distinta resulta cuando la Empresa Fiduciante es la única Beneficiaria en la etapa privada, que ha recibido los valores fiduciarios iniciales como contraprestación de la cartera cedida, sin necesidad de obtener un financiamiento previo. En tal caso se le podría eximir de depositar las cobranzas a partir de la fecha de corte y retenerlas directamente del producido de la colocación primaria, tomando la precaución de describir tal proceso en el prospecto para control de la CNV y conocimiento de los y las inversionistas con oferta pública.

Finalmente hemos arribado a la sección más importante del Capítulo y nos atrevemos a sostener que del trabajo en general, ya que a partir de los temas que abordaremos a continuación podremos dilucidar por qué ha sido tan limitado el desarrollo del Fideicomiso para financiar la actividad productiva en la Argentina.

En el Capítulo VI, se han expuesto las distintas etapas en las cuales resulta posible calcular el costo financiero total de una titulización. También hemos razonado que las primeras etapas se caracterizan por una gran carga de estimaciones que van ganando certidumbre a medida que nos aproximamos a la fecha de liquidación del Fideicomiso. Por lo tanto, el costo real recién se conoce en una instancia final, donde el dato ya no resulta de mucha utilidad, excepto por conocer las desviaciones entre los flujos proyectados y reales. Resulta fundamental entonces, encontrar un equilibrio entre la veracidad de los datos y el momento en que se calcula el costo.

De las 4 etapas comentadas, nos posicionaremos en la tercera, es decir, aquella que calcula el costo financiero total una vez colocados los valores fiduciarios. En esta instancia, si bien tenemos certeza sobre la tasa de corte y los montos adjudicados, desconocemos la tasa Badlar, la cobranza real y en general el comportamiento de todos los valores estimados.

Seguramente coincidimos al pensar que los y las Gerentes del Área Financiera necesitan contar con dicha información con mucha más anticipación que la propuesta en el presente trabajo. Sin embargo, como hemos mencionado, la cantidad de variables que deben estimarse en una instancia tan incipiente

termina arrojando un resultado poco confiable. Por tal motivo, resulta una buena alternativa basarse en experiencias recientes de similares características y tomarlas como referencia. Resaltamos la importancia de comparar estructuras que securiticen activos análogos, fundamentalmente en cuanto al monto de emisión, plazo promedio de vencimiento de los créditos y tasas de interés activas y pasivas, de lo contrario, estaremos comparando peras con manzanas. A su vez, la posibilidad de conocer la tasa de corte nos permitirá cotejar el resultado obtenido con otros instrumentos del sistema financiero con similares niveles de riesgo y duration.

¿Por dónde comenzamos? Primero se deben identificar aquellos flujos positivos, negativos, ya no desde el punto de vista del Fideicomiso, sino de la Empresa Fiduciante. Los principales ingresos de la Fiduciante son los desembolsos de las Entidades Underwriters (en caso de tomar financiamiento previo a la salida a oferta pública), el remanente del producido de la colocación primaria de los valores fiduciarios (una vez deducidos los conceptos a pagar a las Entidades Underwriters, colocadoras y constitución de fondos de reserva), la liberación periódica del fondo de liquidez en la medida que se van amortizando los títulos y ya sobre el final, la restitución del fondo de gastos y los pagos de servicios de los certificados de participación (si la Fiduciante fuera la única beneficiaria y en la medida que no solicite la liquidación anticipada del Fideicomiso). En cuanto a los egresos, todo se resume en los flujos de cobranzas de los créditos fideicomitados que ya no pertenecen a la Fiduciante, la constitución de los fondos reservados y los gastos iniciales de corresponder. También deben contemplarse aquellos conceptos que, tal como se expuso en el Capítulo anterior, si bien disminuyen el flujo de fondos a pagar a los beneficiarios y las beneficiarias, no son inherentes a la constitución del Fideicomiso y otros que, si bien no han sido incluidos en la estructuración financiera por la complejidad de su estimación, ahora debe incorporárselos. Específicamente nos referimos a la mora, incobrabilidad, eventualmente los impuestos y al producido de las inversiones transitorias.

Dijimos que los ingresos de la Empresa Fiduciante estaban dados por la colocación de los valores fiduciarios, ya sea en la etapa privada (underwriting) o una vez autorizada la oferta pública (colocación primaria). También hemos

comentado que la Fiduciante ha emitido valores de deuda fiduciaria Iniciales que fueron suscriptos por 7 Entidades Underwriters. Sin embargo, desconocemos los detalles de tal financiación, especialmente los montos tomados, las fechas de cada desembolso y las comisiones y tasas pactadas. A fin de sortear tal escollo, en el Cuadro VII. 15 hemos simulado un cronograma de adelanto del precio de la colocación primaria, a través de 5 desembolsos parciales y mensuales de \$3.080.000 cada uno, a tasas de interés que van del 30% al 31% y con comisiones del 0,40%, 0,45% y 0,50% dependiendo de cada entidad underwriter. Vale resaltar que el monto total prefinanciado (\$15.400.000) equivale al 85% del valor nominal de los VDFA, reservando el 15% restante como aforo para hacer frente a los intereses devengados a favor de las entidades underwriters, posibles diferencias de precios de los bonos (suscripción bajo la par), las comisiones de organización y colocación y la constitución de los fondos reservados. No se descarta la posibilidad de realizar underwritings sobre los VDFB, pero dado los mayores esfuerzos que se requieren para la colocación de un bono subordinado, resulta más complejo encontrar inversionistas que quieran adelantar su precio.

Cuadro VII.15. Adelanto del precio de la colocación primaria:

<i>Fecha</i>	<i>Monto</i>	<i>Tasa</i>	<i>Plazo</i>	<i>Interes</i>	<i>Comision</i>	<i>Desembolso</i>	<i>Capital + Interes</i>
abr-17	\$ 3.080.000	31,00%	228,00	\$ 596.423	0,40%	\$ 12.320	\$ 3.067.680
may-17	\$ 3.080.000	30,00%	197,00	\$ 498.707	0,50%	\$ 15.400	\$ 3.064.600
jun-17	\$ 3.080.000	31,00%	167,00	\$ 436.854	0,40%	\$ 12.320	\$ 3.067.680
jul-17	\$ 3.080.000	30,50%	136,00	\$ 350.023	0,45%	\$ 13.860	\$ 3.066.140
ago-17	\$ 3.080.000	30,75%	105,00	\$ 272.453	0,40%	\$ 12.320	\$ 3.067.680
Total	\$ 15.400.000			\$ 2.154.460		\$ 66.220	\$ 15.333.780
							\$ 17.554.460

Fuente: elaboración propia en base a estimaciones.

Posteriormente, en la fecha de emisión de los títulos con oferta pública (14/12/2017), la Empresa Fiduciante recibe el producido de la colocación primaria de los valores de deuda fiduciaria a su precio de corte (\$20.089.829), neto del reintegro del capital del underwriting con más sus intereses (\$17.554.460), las comisiones de colocación (\$100.449), organización de la colocación (\$30.135) y de organización (\$160.573) y la constitución de los fondos reservados (\$1.171.430).

Cuadro VII.16. Liquidación del producido de la colocación:

Título	Valor Nominal	Precio	Valor Integrado
VDF A	18.144.694,00	93,9843%	\$ 17.053.164
VDF B	3.372.023,00	90,0547%	\$ 3.036.665
Total Colocado	\$ 21.516.717		\$ 20.089.829

Underwriting (*)		\$ -17.554.460
Comisión de colocación	0,50%	\$ -100.449
Comisión de organización de la colocación (*)	0,15%	\$ -30.135
Comisión de organización (*)	0,50%	\$ -160.573
Fondo de liquidez		\$ -871.430
Fondo de gastos		\$ -300.000

Remanente a favor del Fiduciante		\$ 1.072.782
---	--	---------------------

Fuente: elaboración propia en base a datos del prospecto, aviso del resultado de colocación y estimaciones (*).

Resulta habitual que la estructura sólo contemple aquellos gastos a cargo del Fideicomiso omitiendo los gastos iniciales que fueron adelantados por la Empresa Fiduciante. En tal caso, corresponde su incorporación para el cálculo del costo de financiamiento con una aclaración previa. Tal como surge del Cuadro VII.3, los gastos periódicos han sido presupuestados con el correspondiente impuesto al valor agregado (IVA), toda vez que el Fideicomiso, no reviste la calidad de responsable inscripto y por ende el impuesto pagado no se recupera. Un tratamiento distinto tiene los gastos iniciales que paga la Fiduciante y por ende se puede computar el crédito fiscal facturado.

En reiteradas oportunidades hemos mencionado que en la estructuración financiera se omitía el cálculo de la inversión de los fondos líquidos por la complejidad de su estimación y que tal omisión no generaba ningún inconveniente para los Beneficiarios y las Beneficiarias, más allá de una precancelación de los títulos en proporciones no significativas. No obstante, en la medida que la Sociedad Fiduciaria se comprometa a invertirlos, debieran tenerse en cuenta para determinar el costo financiero total, especialmente en carteras con cobranzas mensuales por montos relevantes. Al respecto, el contrato prevé que la Sociedad Fiduciaria podrá invertir y colocar en forma transitoria los fondos líquidos, hasta tanto sea necesario aplicarlos al pago de gastos o a pagos en favor de los beneficiarios y las beneficiarias, en depósitos en entidades financieras, cuotapartes de fondos comunes de inversión abiertos de renta fija o de dinero, operaciones colocadoras de caución o pase bursátiles o valores públicos o privados de renta fija. A fin de estimar dichos ingresos se ha

supuesto una política conservadora de inversión en fondos comunes de inversión de dinero, por un plazo promedio mensual de 10 días, a una tasa de interés del 20%.

Ya sobre el final del Capítulo, estamos prácticamente en condiciones de revelar el resultado del cálculo del costo financiero total del caso bajo estudio. Sólo resta el armado de una tabla que permita agrupar todos los conceptos hasta aquí expuestos por fecha de ocurrencia y calcular la TIR del flujo neto total (Cuadro VII.16).

Cuadro VII.16. Cálculo del costo financiero total:

Mes Vencimiento	Gastos Iniciales (*)	Underwriting (*)	Colocación Primaria	Fondos de Reserva	Cobranzas Valor Nominal	Recupero de mora	Inv Fondos Líquidos (*)	CP	Flujo Neto Total	
abr-17	-\$ 191.792	\$ 3.067.680			\$ 0				\$ 2.875.888	
may-17		\$ 3.064.600			\$ 0				\$ 3.064.600	
jun-17		\$ 3.067.680			\$ 0				\$ 3.067.680	
jul-17		\$ 3.066.140			\$ 0				\$ 3.066.140	
ago-17		\$ 3.067.680			\$ 0				\$ 3.067.680	
nov-17					-\$ 617.802	\$ 617.802	\$ 3.432		\$ 3.432	
dic-17	-\$ 525.473	-\$ 17.554.460	\$ 20.089.829	-\$ 1.171.430	-\$ 445.145	\$ 445.145	\$ 2.473		\$ 840.939	
jun-18				\$ 655.099	-\$ 2.254.862	-\$ 907.902	\$ 12.527		-\$ 2.495.138	
jul-18				\$ 64.997	-\$ 480.875	\$ 94.296	\$ 2.672		-\$ 318.911	
ago-18				\$ 64.995	-\$ 2.731.631	\$ 459.692	\$ 15.176		-\$ 2.191.768	
sep-18				\$ 58.803	-\$ 2.482.331	\$ 202.062	\$ 13.791		-\$ 2.207.675	
oct-18				\$ 51.949	-\$ 1.625.024	\$ 238.092	\$ 9.028		-\$ 1.325.956	
nov-18				\$ 48.168	-\$ 2.027.942	\$ 130.429	\$ 11.266		-\$ 1.838.079	
dic-18				\$ 42.664	-\$ 5.261.093	\$ 547.130	\$ 29.228		-\$ 4.642.071	
ene-19				\$ 26.844	-\$ 2.363.990	\$ 298.923	\$ 13.133		-\$ 2.025.089	
feb-19				\$ 20.202	-\$ 1.529.065	\$ 340.147	\$ 8.495		-\$ 1.160.222	
mar-19				\$ 16.669	-\$ 1.884.046	\$ 0	\$ 10.467		-\$ 1.856.910	
abr-19				\$ 10.495	-\$ 744.021	\$ 0	\$ 4.133		-\$ 729.393	
may-19				\$ 8.281	-\$ 1.971.180	\$ 134.128	\$ 10.951		-\$ 1.817.820	
jun-19				\$ 2.266	-\$ 3.324.246	\$ 231.632	\$ 18.468		-\$ 3.071.880	
jul-19				\$ 0	-\$ 865.548	\$ 48.650	\$ 4.809		-\$ 812.089	
ago-19				\$ 0	-\$ 1.750.452	\$ 252.107	\$ 9.725		-\$ 1.488.620	
sep-19				\$ 100.000	-\$ 1.436.817	\$ 0	\$ 7.982	\$ 1.152.003	-\$ 176.832	
Total	\$ -717.265	\$ -2.220.680	\$ 20.089.829	\$ -	\$ -33.796.069	\$ 3.132.332	\$ 187.756	\$ 1.152.003	\$ -12.172.094	
									TIR	44,99%
									TNA	37,73%

Fuente: elaboración propia en base a datos del prospecto, aviso del resultado de colocación y estimaciones (*).

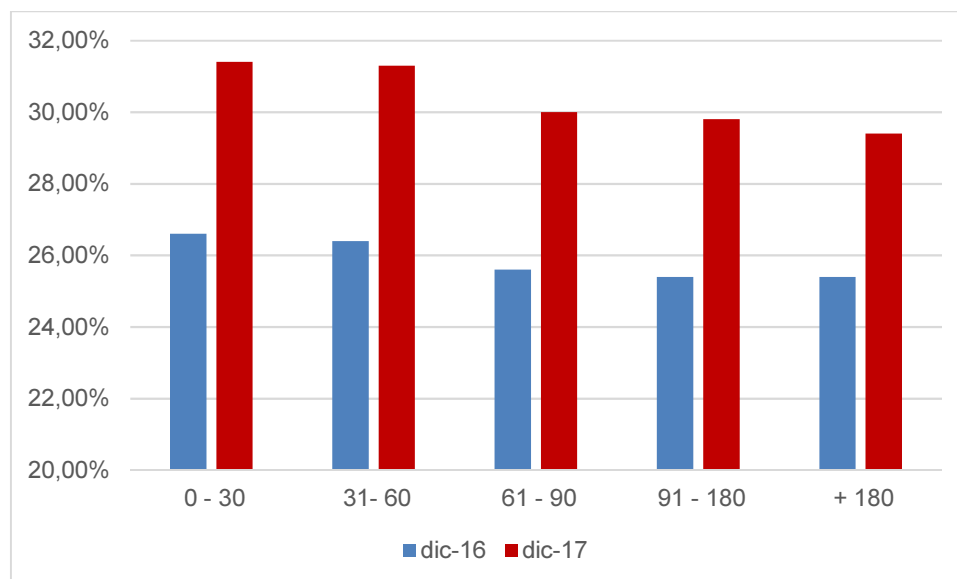
¿Qué nos dice ese resultado? La TIR obtenida significa que la Empresa Fiduciante pagó un costo efectivo anual del 45% y una tasa nominal anual de 37,73%, para obtener un financiamiento de \$20.089.829, con pagos de servicios prácticamente mensuales por un término mayor a los 2 años. Tal tasa equivale al costo financiero total ya que incluye no sólo los rendimientos de las y los inversionistas sino también el pago de todos los gastos iniciales y periódicos e impuestos, vinculados a la organización, estructuración y administración del Fideicomiso hasta su liquidación (supuesto de liquidación anticipada).

Sin embargo, un costo del 45% no nos dice nada por sí sólo por lo tanto corresponde compararlo con el costo de otras fuentes de financiamiento alternativo. En lo que respecta al mercado de capitales, teniendo en cuenta que se trata de un financiamiento al sector productivo PyME, se propone su comparación con los cheques de pago diferido avalados en bolsa (CPD), la ON PyME CNV Garantizada y la ON PyME CNV. Recordemos que los CPD, constituyen una de las alternativas más sencillas para acceder al mercado de capitales, ya que no requieren trámites de oferta pública ni regímenes de información a cumplir por parte del tomador o la tomadora de los fondos, no obstante, es un financiamiento de muy corto plazo (menor a un año) y los montos están acotados al aval que otorgue la Sociedad de Garantía Recíproca (SGR). Al respecto, en el año 2017 la CNV ha establecido un régimen específico, denominado ON PyME CNV Garantizada, para que las PyMES puedan emitir deuda en el mercado de capitales y financiar proyectos de largo plazo, a través de un trámite ágil (documentación estandarizada) y sometiénndose a un régimen informativo sencillo. No obstante, al igual que ocurre con los CPD, los montos de emisión se encuentran acotados por el aval de la SGR. Por último, las normas prevén otra alternativa de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas denominado ON PyME CNV. Esta alternativa si bien ofrece un financiamiento más significativo en cuanto a monto (hasta \$100MM), resulta más compleja por cuanto requiere un trámite de autorización más extenso (similar al del FFOP), un régimen informativo más riguroso (informes trimestrales) y habitualmente los y las inversionistas exigen que los títulos cuenten con al menos una calificación de riesgo. Por lo tanto, la determinación de su CFT requiere se incorporen los costos asociados a la Calificadora de Riesgo, a la Firma de Asesoría Legal, a las Entidades Organizadoras y Colocadoras e inclusive a la Auditoría Externa que ahora tendrá que revisar información de forma más periódica. Vale aclarar que en el caso de la ON PyME CNV Garantizada, las y los inversionistas descansan en la calificación de riesgo asignada a la SGR y dada la estandarización de los documentos elaborados por al CNV, tampoco se requiere la contratación de una Firma de Asesoría Legal. Adicionalmente, en las ON PyME CNV Garantizadas, el hecho de ingresar al régimen de oferta pública no altera la exigencia de publicación de Estados Contables que se mantiene dentro de los 120 días de cerrado el ejercicio. Como puede observarse, el

producto que más se asimila al Fideicomiso en cuanto a plazos y montos de financiamiento es la ON PyME CNV, aunque no todas las empresas pueden alcanzar una elevada calidad crediticia sin una titulación de por medio.

Aclaradas las particularidades de cada instrumento, resta identificar las tasas de financiamiento y los costos asociados a su emisión que se encontraban vigentes en diciembre de 2017. El Gráfico VII.1, muestra el nivel de tasa promedio de los CPD para cada período y nuevamente nos encontramos con una curva de rendimientos invertida, con menores tasas para los vencimientos más largos. Para su comparación utilizaremos la negociación de cheques de mayor vencimiento, es decir a plazos mayores a 180 días cuyas tasas promediaban 29,40% TNA. El cálculo del CFT es más sencillo dado que sólo corresponde sumar la comisión de la SGR (2% - 4%), del agente (1% - 2%) y algunos gastos menores del agente de custodia, que en conjunto podrían promediarse en 5% por todo concepto, lo que arroja un resultado equivalente a 34,40%.

Gráfico VII.1. Tasas de interés promedio de CPD por plazo, total mercados:



Fuente: CNV –Informe mensual de financiamiento en el mercado de capitales – Dic 2017.

Respecto de las ON PyME CNV Garantizadas, tal como se ha mencionado, se trata de un instrumento muy reciente con lo cual a la fecha de análisis existían apenas 13 emisiones, de 12 empresas PyMes diferentes, 10 en pesos y 3 en dólares, por un total de \$91MM. Todas las emisiones en pesos han licitado un spread de tasa por sobre la Badlar, mientras que las emisiones en dólares

licitaron tasa. En diciembre se emitieron 5 series de ON PyME CNV Garantizadas, todas en pesos, con un spread promedio de 7,05% por sobre la tasa Badlar⁴⁵, sin máximos ni mínimos y con un plazo promedio de 28,8 meses. Tal como anticipamos, el monto de emisión promedio apenas alcanza los \$7MM, cifra muy inferior al financiamiento que se obtiene a través de un Fideicomiso Financiero, mientras que la tasa de corte de 30,32% (23,27% + 7,05%), está dentro de los mismos niveles (Cuadro VII.17). El cálculo del CFT de este instrumento es muy similar al del CPD.

Cuadro VII.17. Tasas de interés de ON PyME CNV Garantizadas Dic-2017

<i>Emisora</i>	<i>Fecha</i>	<i>Moneda</i>	<i>Monto \$</i>	<i>Tasa</i>	<i>Spread</i>	<i>Plazo (meses)</i>
Grupo Vuasa S.A.	dic-17	\$	2.000.000,00	Badlar	6,74%	24
Big Bloom S.A.	dic-17	\$	5.000.000,00	Badlar	6,59%	24
Chacara S.A.	dic-17	\$	5.000.000,00	Badlar	7,00%	24
Emprendimiento Industrial Mediterráneo S.A.	dic-17	\$	15.000.000,00	Badlar	7,00%	36
Lesko SACIFIA	dic-17	\$	20.000.000,00	Badlar	7,90%	36
Total (\$)			47.000.000,00			

Fuente: Elaboración propia en base a información de la AIF.

Por su parte, en diciembre se registraron 3 emisiones de ON PyME CNV, de 2 empresas distintas, con un monto promedio de emisión equivalente a \$39MM y un spread licitado de 6,25% por sobre la Badlar, sin máximos ni mínimos (Cuadro VII.18). Sin embargo, los costos de estructuración de la ON PyME CNV son mayores, dada la necesidad de contratar a una Firma de Asesoría Legal, Calificadora de Riesgo y una estructura administrativa que de soporte al régimen informativo exigido por la CNV. Para el cálculo del CFT utilizaremos los mismos gastos iniciales presupuestados en el Fideicomiso, lo cual arroja una TIR de 35,91% (Cuadro VII.19).

Cuadro VII.18. Tasas de interés de ON PyME CNV Dic-2017

<i>Emisora</i>	<i>Fecha</i>	<i>Moneda</i>	<i>Monto \$</i>	<i>Tasa</i>	<i>Spread</i>	<i>Plazo (meses)</i>
S.E.D.A.P.I.C.S.A.	dic-17	\$	39.000.000,00	Badlar	6,10%	12
S.E.D.A.P.I.C.S.A.	dic-17	USD	60.503.622,20	6,69%	-	12
Alianza Semillas S.A.	dic-17	USD	17.700.000,00	7,50%	-	30
Total (\$)			117.203.622,20			

Fuente: Elaboración propia en base a información de la AIF.

Cuadro VII.19. CFT de la ON PyME CNV S.E.D.A.P.I.C.S.A.

⁴⁵ La tasa Badlar promedio del mes de diciembre de 2017 fue de 23,27303%.

			Badlar	23,27%	
			Spread	6,10%	
Mes Vencimiento	Gastos Iniciales	Colocación primaria	Pago de Capital	Pago de Interes	Flujo Neto Total
12/12/2017	\$ 748.350	\$ 39.000.000			\$ 38.251.650
12/01/2018				\$ 954.261	-\$ 954.261
12/02/2018				\$ 954.261	-\$ 954.261
12/03/2018				\$ 923.479	-\$ 923.479
12/04/2018				\$ 923.479	-\$ 923.479
12/05/2018				\$ 923.479	-\$ 923.479
12/06/2018				\$ 923.479	-\$ 923.479
12/07/2018				\$ 923.479	-\$ 923.479
12/08/2018				\$ 923.479	-\$ 923.479
12/09/2018			\$ 9.750.000	\$ 923.479	-\$ 10.673.479
12/10/2018			\$ 9.750.000	\$ 688.092	-\$ 10.438.092
12/11/2018			\$ 9.750.000	\$ 452.706	-\$ 10.202.706
12/12/2018			\$ 9.750.000	\$ 217.320	-\$ 9.967.320
				TIR	35,91%
				TNA	31,08%

Fuente: Elaboración propia en base a información de la AIF y estimaciones.

A continuación, se expone un comparativo de las cuatro herramientas analizadas:

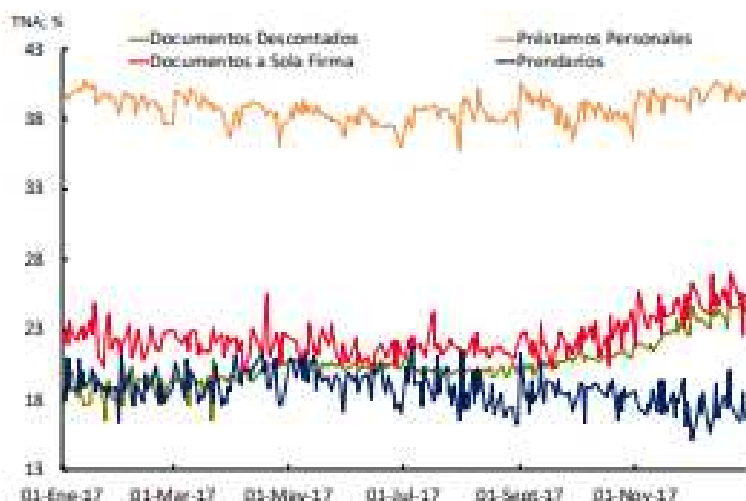
Cuadro VII.20. Comparativo alternativas de financiamiento PyME

INSTRUMENTO	MONTO	PLAZO	TASA	TIR
FIDEICOMISO FINANCIERO	21,5MM	16 meses	Variable con mínimos y máximos	44,99%
CPD	sin datos	6/12 meses	Fija	34,40%
ON GARANTIZADA	15MM	28,8 meses	Variable	35,35%
ON PYME CNV	39MM	12 meses	Variable	35,91%

Fuente: Elaboración propia.

En lo que respecta a las tasas de interés bancarias de las líneas destinadas a financiar la actividad de las empresas, en diciembre 2017, los documentos a sola firma promediaron 25,3%, mientras que la tasa de interés de los documentos descontados promedió 24,2% (Gráfico VII.1). En estos casos los costos adicionales dependen de varios factores, pero se estiman en 5% adicionales.

Gráfico VII.2. Tasas de interés activas:



Fuente: BCRA – Informe monetario mensual, diciembre-2017

De los datos expuestos, se observa claramente el mayor costo de financiamiento que representa el Fideicomiso Financiero respecto de las otras herramientas analizadas. Ello se explica en parte por las ventajas que representa la posibilidad de estructurar un producto a medida con una calificación de riesgo mayor a la de la propia Empresa Fiduciante, que no afecta los ratios de endeudamiento y cuyo rendimiento se encuentra limitado a una tasa máxima.

Capítulo VIII. Conclusiones.

El sistema financiero en su conjunto es clave para el crecimiento económico del país. Tanto el mercado bancario como el de capitales tienen la misión de canalizar el ahorro de las familias y las empresas hacia las unidades deficitarias de fondos para aplicarlos con fines de inversión productiva, inmobiliaria y de consumo. Sin embargo, la constante incertidumbre y volatilidad de la economía argentina, ha imposibilitado el desarrollo de la moneda local como reserva de valor confiable, limitando fuertemente la ampliación del sistema financiero.

En ese contexto, la principal fuente de financiamiento de las PyMEs consiste en recursos propios (autofinanciación), mientras que el financiamiento bancario ocupa el segundo lugar y por último acuden al fondeo a través del mercado de capitales, principalmente para necesidades de capital de trabajo mediante la negociación de Cheques de Pago Diferido. Tal esquema, si bien impuesto por el subdesarrollo de nuestro sistema financiero, claramente está lejos del ideal. Por

ese motivo, resulta importante que las y los Gerentes del Área Financiera, en la medida de sus posibilidades, complementen las líneas bancarias con instrumentos alternativos que ayuden a aminorar la intensidad de las fluctuaciones típicas del sector, para que no pierdan el paraguas cuando se levanta viento.

Entre las distintas alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de capitales argentino, el Fideicomiso Financiero, es el único que permite diseñar un financiamiento acorde a las necesidades de la empresa por montos y plazos significativos y con una seguridad brindada por las mejoras crediticias que genera confianza en los y las inversionistas, sin embargo, desde sus orígenes, ha tenido una muy baja participación en el sector productivo.

El fuerte desarrollo tecnológico alcanzado desde comienzos del siglo trajo consigo una amplia variedad de productos de corta vida útil y alta rotación (celulares, tablets, notebooks, televisores, consolas de videojuegos, etc.), que, acompañado por una política que ha promovido su adquisición por parte de los sectores de medianos y bajos recursos mediante el pago de cuotas accesibles pero a altísimas tasas de interés, generaron el contexto propicio para que las cadenas de artículos para el hogar y las financieras⁴⁶ en general desarrollen un proceso vertiginoso de expansión apalancadas en programas de titulización de créditos de consumo.

El amplio spread entre las tasas activas y pasivas que registra ese tipo de activos les permite a las empresas originantes afrontar todos los costos asociados a su titulización sin mayores inconvenientes, a costa de una menor rentabilidad que, en muchos casos resulta compensada por mayores ingresos producto del cobro de gastos de otorgamiento, administrativos y/o emisión de resúmenes a una nómina más amplia de clientes y clientas.

El problema se plantea cuando se pretende utilizar el Fideicomiso para titularizar flujos de fondos originados en actividades no financieras, con bajo margen de

⁴⁶ Entiéndase por cooperativas de crédito, mutuales que otorgan ayudas económicas, emisoras de tarjetas de crédito, bancos y entidades en general que tengan por objeto el otorgamiento de créditos por fuera del sistema financiero.

ganancia y otorgados a tasas de interés de mercado, muchas veces, vinculados al financiamiento de actividades productivas. En tales casos, los costos financieros de las titulaciones absorben gran parte de la tasa activa de esos créditos y posiblemente parte de su rentabilidad.

Tales actividades se caracterizan por una fuerte estacionalidad (especialmente en el sector agropecuario), mayores montos de financiamiento con una menor atomización del riesgo y plazos más extensos que los desarrollados por el mercado de capitales hasta el presente, mientras que a las empresas más pequeñas también se les dificulta originar un volumen de créditos que alcance el valor de equilibrio.

No obstante, aquellas empresas que consiguen sortear las cuestiones antes mencionadas se deben enfrentar a un complejo proceso de estructuración, que demanda extensos plazos hasta alcanzar la liquidez buscada, que van desde los 4 a los 9 o inclusive 12 meses para una primera emisión, con la intervención de profesionales de distintas disciplinas, en su mayoría consultoras radicadas en Capital Federal y cuyos honorarios contribuyen a la formación del costo financiero total. Por si eso fuera poco, el hecho de desconocer con exactitud en forma previa al inicio de la transacción el costo financiero total que se deberá afrontar, expone a los y las Gerentes del Área Financiera a la contingencia que, frente a un mínimo desfasaje en los egresos presupuestados, podría ocurrir un descalce de tasas de interés que termine absorbiendo parte de los rendimientos, situación que desalienta aún más su utilización.

En cuanto a la tasa de interés que pagan los bonos, si bien se trata del principal componente del CFT, su volatilidad no ha influido en el desarrollo del instrumento, el cual se ha mantenido estable en un promedio de 214 emisiones al año, con una participación del 80% en las titulaciones de créditos de consumo, independientemente de los valores de mercado que fue adoptando la tasa Badlar. Ello, por tratarse de una tasa de referencia, que no sólo afecta el costo del Fideicomiso, sino que influye en todas las otras alternativas de crédito bancario y no bancario, con excepción de las líneas que se encuentran subsidiadas.

Entonces, se debe trabajar sobre la complejidad del proceso de estructuración, los honorarios de las consultoras, las responsabilidades involucradas y las demoras excesivas en la autorización de la oferta pública.

Si bien el avance de las comunicaciones ha permitido acortar la gran extensión territorial del país, los trámites de oferta pública continúan realizándose en soporte papel con presentaciones en el único domicilio de la CNV en Capital Federal, lo cual incrementa los costos, aumenta los plazos y promueve una industria de consultorías cercanas a la sede de la Comisión. Esta concentración termina beneficiando aún más a las actividades financieras que son típicas de la city porteña, en detrimento de las productivas que son propias del resto del país. La federalización del mercado de capitales resulta vital y para ello la CNV debería establecer delegaciones en distintas regiones geográficas⁴⁷. Ello permitiría la profesionalización de los y las especialistas locales con costos más competitivos más allá de descomprimir los eventuales cuellos de botella, agilizar los trámites y estimular el despegue de las emisiones anuales. Tal estrategia debería acompañarse de una fuerte capacitación de las distintas herramientas que ofrece el mercado de capitales y especialmente del Fideicomiso, por la complejidad misma del instrumento.

La responsabilidad de las consultoras intervinientes es otro de los temas pendientes de la CNV. No resulta lógico que todos los cañones apunten a la Sociedad Fiduciaria cuando sus honorarios no compensan los riesgos asumidos y debe lidiar con el resto de los y las profesionales que ponen toda su astucia para bajar los costos sin exposición alguna.

En cuanto a los temas tributarios, confiamos que la Ley de Financiamiento Productivo que fuera aprobada por el Congreso el pasado 9 de mayo de 2018, simplificará la estructuración al eliminar el pago del impuesto a las ganancias en cabeza del Fideicomiso promoviendo la transparencia fiscal, aunque queda pendiente para futuros estudios, el efecto que el traslado del pago del impuesto en cabeza de las o los inversionistas podría tener en la tasa de corte.

⁴⁷ Atribución prevista en el artículo 7 de la Ley 26.831 de Mercado de Capitales.

Podemos concluir que el Fideicomiso como herramienta de financiamiento resulta virtuosa y competitiva en la medida que la Empresa Fiduciante sea capaz de originar créditos por un monto y un plazo que le permita replicar las estructuras emitiendo series en forma periódica. En la medida que la compañía vaya logrando ese objetivo, adquirirá experiencia y por consiguiente un mayor grado de profesionalismo en la materia, cuestiones claves que contribuyen a simplificar el proceso de estructuración y administración. En paralelo, las emisiones dejan un track record positivo en el mercado y ello despierta la confianza de los y las inversionistas que se traduce en un mayor precio de los bonos (menor TIR). Por su parte, la Comisión Nacional de Valores, a través de las sucesivas vistas de cada emisión logra que el documento contemple todas las cuestiones que a su entendimiento resultan relevantes y por ende se disminuyen los tiempos de aprobación de la oferta pública, con la posibilidad de ingresar al régimen de trámite simplificado. En conclusión, el Fideicomiso no difiere de cualquier otra habilidad que desarrollemos en la vida cotidiana, cuanto más se practica, mejores resultados. ¡Eso sí, a no frustrarse en el camino que vale la pena!

Capítulo IX. Bibliografía

- Adams Renée, Barber Brad, Odean Terrance (2016). *Gender diversity in investment management*. CFA Institute Research Foundation Volume 2, Issue 5. Recuperado de: <https://www.cfainstitute.org/en/research/foundation/2016/gender-diversity-in-investment-management>
- Braun Miguel, Llach Lucas. (2006). *Macroeconomía argentina*. Buenos Aires, Argentina: Alfaomega Grupo Editor Argentino.
- Brealey Myers Allen. (2006). *Principios de Finanzas Corporativas*. Madrid, España: Ed. McGraw-Hill/Interamericana de España.
- Camerini Marcelo A. (2010). *Reflexiones en torno al caso Fideicomiso Financiero Saturno Hogar X*, ED, [240] - (12/11/2010, nro 12.627), 2010.
- Comisión de estudios sobre contabilidad, Tratamiento contable del fideicomiso, Informe N° 28, CPCE Capital Federal, agosto 1997.
- Erpen Mónica. (2010). *Mercado de capitales: manual para no especialistas*. Buenos Aires, Argentina: Temas Grupo Editorial.
- Gómez de la Lastra Manuel C. y Goldenberg Alicia E. (2003). *Fondos de inversión directa y fideicomisos*. Buenos Aires, Argentina: La Ley.
- Gotlib Gabriel, Carregal Mario Alberto y Vaquero Fernando Martín. (2013). *Tratado de Fideicomiso: parte especial*. Buenos Aires, Argentina: La Ley.
- Hernández Vigueras Juan. (2015). *Los fondos buitres, capitalismo depredador. Actores políticos, judiciales y económicos de un negocio global*. Buenos Aires, Argentina: Capital Intelectual.
- Kenny Mario O. (2002). *Titulización y fideicomiso financiero*. Buenos Aires, Argentina: Errepar.
- Kenny Mario O. (2009). *El fideicomiso en general y el financiero*. Buenos Aires, Argentina: La Ley.

- Malumián Nicolás, Diplotti Adrián G. y Gutierrez Pablo. (2001). *Fideicomiso y Securitización: análisis legal, fiscal y contable*. Buenos Aires, Argentina: La Ley.
- Mas Ariel G. (2008). *Títulos públicos y obligaciones negociables: en el mercado de capitales argentino*. Buenos Aires, Argentina: Ed. Ediciones Técnicas Empresarias.
- Minoldo Sol y Balián Juan Cruz. (2018). *La lengua degenerada*. Recuperado de: <https://elgatoylacaja.com.ar/la-lengua-degenerada/>
- Mishkin Frederic S. (2014). *Moneda, banca y mercados financieros*. México: Pearson Educación.
- Palermo Alicia Itatí. (2006). *El acceso de las mujeres a la educación universitaria*. En Revista argentina de sociología, Buenos Aires: Universidad Nacional de Lanús, Consejo de Profesionales en Sociología, Vol.4 Num.7.
- Paolantonio Martín E. (1994). *Fondos Comunes de Inversión*. Buenos Aires, Argentina: Depalma.
- Paolantonio Martín E. (2010). *Securitización de Hipotecas*. Recuperado de: http://works.bepress.com/martin_paolantonio/114/.
- Statement by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Treasury and Federal Housing Finance Agency Action to Protect Financial Markets and Taxpayers. (2008). Recuperado de <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1129.aspx>.
- UNESCO. (1999). *Recomendaciones para un uso no sexista del lenguaje (PDF)*. Recuperado de <http://unesdoc.unesco.org/images/0011/001149/114950so.pdf>