



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

CARRERA DE POSGRADO

MAESTRÍA EN FINANZAS

Tema: Solidez de los fideicomisos financieros en términos de cumplimiento de pago de servicios. Observación en el período 2015-2022. Caso de estudio: fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”.

Autora: María Victoria Gerard

Director: Federico Giardini

Agosto 2024

Resumen

El fideicomiso financiero representa en la Argentina una herramienta de financiamiento alternativa a las opciones brindadas tradicionalmente por entidades financieras. Por sus características estructurales, posee ventajas competitivas frente a otros instrumentos disponibles en el mercado de capitales. El objetivo del trabajo es demostrar la solidez de los fideicomisos financieros para los inversores, basándonos en el alto grado de cumplimiento de pago de servicios que presenta el instrumento.

Primeramente, se describe el marco teórico correspondiente, a los fines de entender el proceso de securitización y al fideicomiso financiero como vehículo central del mismo.

A lo largo del trabajo, se analizan aspectos generales de los fideicomisos financieros emitidos entre 2015-2022, para luego investigar taxativamente cuántos fideicomisos emitidos en el año 2022 incumplieron en el pago de servicios, deviniendo así en el *default* del instrumento. Dada la falta de una fuente de información pública que recopile datos de las series defaulteadas en la Argentina o de un registro histórico de los fideicomisos financieros que presentaron hechos relevantes por incumplimiento de pago, es que la autora recurre a la selección de una muestra de la población bajo estudio para responder al interrogante.

Por último, se estudia en profundidad al fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”, para entender los motivos que lo llevaron a incumplir en el pago de sus servicios.

Se concluye que el instrumento representa una alternativa sólida para los inversores en términos de cumplimiento de pago, toda vez que la herramienta sea estructurada con bienes fideicomitados que respeten las cualidades necesarias que requieren los activos pasibles de ser cedidos.

Palabras claves: fideicomisos financieros, securitización, fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”, incumplimiento de pago.

Agradecimientos

En primer lugar, quiero agradecer a mi tutor, Federico Giardini, al cual le estoy inmensamente agradecida por dedicar su valioso tiempo y sabiduría para tutelarme durante el proceso. Su apoyo ha sido fundamental para enriquecer el trabajo.

En segundo lugar, quiero agradecer a Adrián Tarallo por su guía al inicio de la tesis, y a Florencia López, quien con sus sabios conocimientos ayudó a discernir dudas.

Por último, quiero agradecer a mis padres por su apoyo incondicional.

Índice

1	<i>Introducción</i>	6
1.1	Justificación del tema	7
1.2	Objetivos	7
1.2.1	Objetivos generales	7
1.2.2	Objetivos específicos	7
1.3	Fundamentación del problema	7
1.4	Hipótesis	8
2	<i>Marco Teórico</i>	9
2.1	Securitización	9
2.1.1	Concepto	9
2.1.2	Activos susceptibles de ser securitizados	10
2.1.3	Estructura de la securitización	11
2.1.4	Vehículos de la titulización	12
2.1.5	Ventajas de la securitización	13
2.1.6	Riesgos de la securitización	14
2.2	Fideicomisos financieros	16
2.2.1	Marco legal	16
2.2.2	Definición	17
2.2.3	Procedimiento	17
2.2.4	Oferta Pública	18
2.2.5	Contrato	19
2.2.6	Sujetos principales	20
2.2.7	Sujetos secundarios	21
2.2.8	Patrimonio Fiduciario	21
2.2.9	Clases de títulos	22
2.2.10	Calificadoras de riesgo	24
3	<i>Metodología de la investigación</i>	26
3.1	Identificación de la metodología de estudio	26
3.1.1	Población de estudio	26
3.1.2	Fuente	26
3.1.3	Homogenización de los datos	26
3.1.4	Exclusiones	27
3.2	Análisis de los fideicomisos financieros emitidos en la Argentina	27
3.2.1	Emisiones de fideicomisos financieros período 2015-2016	28

3.2.2	Emisiones de fideicomisos financieros período 2017-2018	30
3.2.3	Emisiones de fideicomisos financieros período 2019-2020	32
3.2.4	Emisiones de fideicomisos financieros período 2021-2022	35
3.3	Determinación del grado de cumplimiento de pago de la herramienta ..	37
3.3.1	Muestra.....	37
3.3.1.1	Alcance la de la muestra.....	37
3.3.1.2	Limitaciones de la muestra	38
3.3.2	Análisis taxativo de las emisiones en la Argentina en el año 2022.....	38
3.3.2.1	Determinación del grado de cumplimiento de pago de la herramienta.	43
4	Caso de estudio	44
4.1	Fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”	44
4.1.1	Vicentin S.A.I.C.....	44
4.1.1.1	Historia	44
4.1.1.2	Clientes de Vicentin S.A.I.C.	45
4.1.1.3	Principales competidores – exportaciones	46
4.1.2	Suplemento de prospecto.....	47
4.1.2.1	Resumen de términos y condiciones	47
4.1.2.2	Análisis de los activos subyacentes.....	48
4.1.2.3	Política de cobranza.....	50
4.1.2.4	Flujo de fondos teórico.....	52
4.1.2.5	Estructura	53
4.1.2.6	Pago de servicios.....	54
4.1.2.7	Informe de calificación	55
4.1.2.8	Resultado de la colocación	56
4.1.2.9	Cronología de hechos relevantes	56
5	Conclusión	59
	Bibliografía	61

1 Introducción

Desde tiempos remotos, el financiamiento productivo y la demanda de liquidez surgen en las empresas, sobre todo en las pequeñas y medianas empresas (PyMEs), como uno de los temas más determinantes a la hora de tomar decisiones financieras. En este sentido, se baraja un abanico de instrumentos de los más diversos, que se ajustan a las necesidades de cada caso. Se podrían dividir las posibilidades de financiarse con terceros que tienen las diferentes empresas en dos grandes grupos: en primer lugar, el financiamiento tradicional por medio de entidades financieras y, en segundo lugar, por medio del mercado de capitales.

En las economías coexisten fondos excedentes y necesidades financieras de los agentes económicos; el mercado de capitales es aquel espacio que permite unir los fondos disponibles de unos con las necesidades de otros, logrando así financiar proyectos, capital de trabajo y otras necesidades.

Una de las herramientas que nos ofrece el mercado de capitales es el fideicomiso financiero, a través del proceso conocido como securitización. La securitización es el mecanismo mediante el cual un grupo de activos o bienes, líquidos o ilíquidos, actuales o futuros, se convierten en títulos negociables en el mercado de capitales.

La principal característica de los fideicomisos financieros es que cada instrumento se estructura formando un patrimonio separado de la empresa que lo origina. El pago a los inversores viene dado por el producido de los activos cedidos por la empresa originante a la estructura independiente.

La presente investigación se desarrollará principalmente en dos capítulos centrales: los capítulos dos y tres. En el capítulo dos se describirá el marco teórico correspondiente, necesario para comprender el funcionamiento de la securitización y al fideicomiso financiero como vehículo de dicho proceso. En cambio, en el tercer capítulo, se buscará conocer aspectos generales de los fideicomisos financieros emitidos entre 2015-2022, para luego analizar en profundidad cuántos fideicomiso emitidos en el año 2022 incumplieron en el pago de servicios, deviniendo así en el *default* del instrumento.

Dado que no se dispone de una fuente que recopile taxativamente datos de los fideicomisos financieros que defaultearon en la Argentina y considerando que la población de estudio es extensa, se opta por analizar los hechos relevantes por avisos de no pago¹ de una muestra representativa, en este caso, el último año del periodo bajo análisis. La elección de la muestra se basa en considerar que se trata de las emisiones más recientes del periodo analizado, además de contener una cantidad suficientemente grande y representativa de casos para investigar. El alcance de este capítulo es fundamental para responder al disparador de la

¹ El aviso de no pago, en el marco de la Comisión Nacional de Valores, refiere a una notificación que se emite cuando un agente registrado incurre en incumplimiento de pago.

investigación. Con las conclusiones obtenidas se determinará la solidez del instrumento para los inversores, en términos de cumplimiento de pago.

Por último, se analizará como caso de estudio el fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”, describiendo los motivos que lo llevaron a incumplir en el compromiso con sus inversores. La elección radica en el interés por identificar qué factores influyeron en el *default* del fideicomiso financiero que tuvo un gran impacto en el mercado de capitales dentro del período bajo análisis.

1.1 Justificación del tema

La motivación de la investigación para la autora es, además de académica, también profesional, ya que al desarrollar como parte de la actividad laboral soluciones de financiación a través de la securitización de activos, específicamente estructurando fideicomisos financieros con oferta pública, surge el interrogante sobre la solidez del instrumento en nuestro país.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivos generales

Determinar la solidez del instrumento para los inversores en términos de cumplimiento de pago de servicio, y obtener un conocimiento general de las emisiones realizadas en la Argentina entre 2015-2022.

1.2.2 Objetivos específicos

- Recopilar datos estadísticos sobre las emisiones realizadas en la Argentina entre 2015-2022, con el objetivo de obtener un conocimiento más profundo acerca de la utilización del instrumento en nuestro país.
- Contrastar empíricamente los hechos relevantes por avisos de no pago de los fideicomisos financieros emitidos en el año 2022, determinando cuántos de ellos entraron en *default*.
- Definir, en función de los datos obtenidos, si la herramienta puede ser considerada por los inversores como una alternativa sólida en función al track record de pago.
- Analizar los motivos por los cuales el fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII” incumplió en el pago de servicios.

1.3 Fundamentación del problema

En esencia, un fideicomiso financiero es un mecanismo que permite a los inversores (beneficiarios) del mismo lograr un retorno a partir de los flujos de ingresos futuros que tendrá la estructura. En la Argentina la herramienta es significativamente utilizada como instrumento

de financiación por empresas de diferentes sectores de la economía, como consumo, agro, financiero y construcción, entre otros.

Esta alternativa de financiamiento se basa en la posibilidad de adelantar la cobranza de créditos con vencimiento futuro por medio de un instrumento ampliamente utilizado en el mercado de capitales local, que no representa en la realidad económica una deuda en cabeza propia para la compañía.

Habitualmente el éxito en la colocación en el público inversor de un instrumento del mercado de capitales se basa principalmente en la demanda que éste tiene por parte de los inversores. Al comprar valores representativos de deuda, durante el periodo en vigencia y hasta el vencimiento del título, el inversor percibe la devolución del dinero aportado más una tasa de interés acordada. Los inversores demandarán los títulos emitidos por el fideicomiso financiero en función de la evaluación que hagan en cada caso de la relación entre el riesgo y el rendimiento que se plantea.

Por ello, al ser el riesgo percibido un factor determinante a la hora de considerar una inversión, es fundamental analizar si los fideicomisos financieros representan una opción sólida para los inversores. Una manera de llevar adelante este análisis es estudiando en el cumplimiento histórico de pago que presenta la herramienta.

1.4 Hipótesis

Existe un alto grado de cumplimiento de pago de los fideicomisos financieros en la Argentina como consecuencia de las cualidades estructurales de la herramienta.

2 Marco Teórico

2.1 Securitización

2.1.1 Concepto

La securitización es el mecanismo mediante el cual un bien o conjunto de bienes se transforman en títulos o valores negociables que pueden ser negociados en un mercado. A través de este proceso, activos no líquidos se convierten en otros con liquidez inmediata. En otras palabras, la securitización es sinónimo de titulización y es el medio a través del cual se utilizan activos ilíquidos (un derecho de cobro, presente o futuro), con un flujo de fondos, por lo general, altamente predecible, transformándolos en instrumentos del mercado de capitales (títulos valores, en inglés, *securities*), que otorgan al inversor mayor liquidez y menor riesgo, comparando con una situación en la que el mismo compre los activos ilíquidos de manera directa.

Villegas define la securitización como “una ‘técnica de financiación’ que consiste en la transformación de activos financieros inmovilizados, de homogéneas características que aseguren un flujo regular de fondos, en valores negociables, para ser colocados entre inversores o para garantizar la emisión de títulos de deuda” (Villegas & Villegas , 2001, pág. 569).

Kenny (2005), define la securitización o titulización como una nueva vía frente a las alternativas de financiamiento tradicionales. Esta vía consiste, básicamente, en la enajenación de derechos de cobro, que son incorporados en valores mobiliarios los cuales se colocan de forma pública o privada en el mercado, con el fin de obtener financiamiento.

Según Soler (2000), en búsqueda de facilitar el financiamiento productivo, disminuyendo costos y alargando los plazos de amortización, se introdujo la securitización en la legislación argentina para ser aplicada a un proceso de movilización de créditos que abastezca al mercado de capitales.

En 1995 se sancionaron leyes que fomentaron la utilización del fideicomiso como vehículo para la operatoria; de esta manera quedaron atrás discusiones doctrinarias sobre el tratamiento del instrumento como contrato innominado (Tarallo & Parenti, 2007).

La securitización de activos existentes permite segregar los mismos de los estados contables del fiduciante (entidad que se financia, que recibe dicho nombre por entregar o ceder activos en fiducia), logrando que el financiamiento recibido sea *off-balance sheet* (en base a normas contables nacionales), es decir, sin que nueva deuda aparezca en el balance.

Por medio de las emisiones fuera de balance, el tomador del recurso se beneficia obteniendo liquidez a cambio de activos ilíquidos o flujos futuros cedidos (Kiper & Lisoprawski, 2003), sin tener un impacto negativo (al no aumentar la partida de deuda) en sus balances. Por

su parte, los inversores obtienen un producto con rendimientos y seguridad similares o incluso superiores, según el caso, a otras alternativas de inversión disponibles.

Además de lo mencionado anteriormente, sostienen Kiper y Lisoprawski (2003) que:

La securitización es una forma de acelerar el ciclo del flujo de distintos negocios, utilizando como base diversos activos agrupados y creando con ellos estructuras convenientemente aisladas para que aseguren un grado suficiente de garantías a las fuentes de financiamiento, que se alcanzarán mediante la colocación de títulos-valores o participaciones en el flujo de fondos producidos por esos activos subyacentes. (pág. 566)

2.1.2 Activos susceptibles de ser securitizados

En cuanto a los activos que se pueden titularizar, se encuentran aquellos existentes al momento de la securitización, como ser, cheques de pago diferido, créditos (ya sea sin garantía real, como por ejemplo créditos personales o de consumo, o bien con garantía real como ser créditos hipotecarios o prendarios), facturas, pagarés, cupones de tarjetas de créditos, entre otros. Este grupo de activos se caracteriza por contar con el riesgo propio del activo securitizado. Por otro lado, se encuentran aquellos que representan un flujo futuro, como por ejemplo contratos de exportación, prestaciones de servicios, flujo proveniente de concesiones y ventas futuras. En estos casos el riesgo deriva de lo que se conoce como “riesgo *performance*”, es decir, del riesgo del fiduciante.

Más allá de ello, independientemente de qué tipo de activo se trate, es importante resaltar que la cartera de activos a titularizar debe presentar un alto grado de homogeneidad entre los distintos componentes.

Al respecto, diversos autores coinciden en las cualidades ideales que deben presentar los activos para formar parte de la cartera de créditos a ceder, como Pavell (1989), que detalla que:

No cualquier activo puede ser securitizado, las características ideales del crédito a securitizar son: clara configuración de los créditos, patrones de pago bien definidos, flujos de fondos matemática y estadísticamente predecibles, bajos niveles o probabilidades históricas de incumplimiento, amortización total de los créditos a su vencimiento, diversidad de deudores, alta liquidez, retornos superiores a los activos securitizados. De lo contrario, la necesidad de mejorarlo con garantías complementarias

para reducir su riesgo puede transformar el proceso en antieconómico. Asimismo, se debe dar preferencia a carteras de activos con características de homogeneidad entre sí, debido a que su ausencia dificulta la realización de estadísticas. Ejemplo: las hipotecas. (pág. 19)

2.1.3 Estructura de la securitización

Se conocen en el ámbito internacional tres modalidades generales por las que se puede perseguir la titulización de activos. Las mismas son tomadas en cuenta solo desde un punto de vista didáctico, ya que, entre medio se pueden presentar diferentes combinaciones basadas en las particularidades de cada caso.

Pass-through: en esta modalidad, los créditos son cedidos por medio de una “venta real” por parte del originador u original acreedor al fiduciario. El fiduciario emitirá certificados de participación sobre la cartera de activos, los cuales tendrán como base de repago al flujo de fondos que producirán los activos adquiridos. Según Soler (2000):

El originador, se desprende de sus créditos y, por lo tanto, desaparecen de su activo, en tanto que en su patrimonio no inciden como pasivo los títulos de deuda representados por los certificados. Estos certificados son representativos de una participación en la propiedad de los activos y de su renta que forman un patrimonio separado, del cual disfrutan los beneficiarios (inversores) del fideicomiso. En esta variante, normalmente el acreedor original mantiene para sí la administración del agrupamiento de activos cedidos, percibiendo por ello una comisión. Los pagos de los deudores de los créditos cedidos se depositan en una cuenta del fideicomiso, destinándose esos fondos a pagar en primer lugar los servicios de intereses y la amortización de los certificados de participación y, luego, los gastos de administración. (pág. 8)

Asset-backed bond: en esta estructura no hay una transferencia de activos, por lo cual, no existe una separación entre los activos originantes y los activos a securitizar. En este tipo de estructuras al inversor le afecta el mayor o menor grado de solvencia que tenga el emisor. Según Soler (2000):

Los servicios de intereses y administración se satisfacen de los ingresos globales del emisor, sin afectación específica de la recaudación proveniente de los créditos afectados en garantía, la que se confunde con los otros ingresos. (pág. 8)

Pay-through bonds: esta estructura se caracteriza por ser un intermedio entre las anteriores. “Los activos a securitizar no salen ni se separan de los activos del originante (modalidad *asset backed bonds*) pero sus ingresos garantizan exclusivamente el pago de intereses y amortizaciones de los activos títulos valores emitidos (modalidad *pass-through*)” (Tarallo & Parenti, 2007).

2.1.4 Vehículos de la titulización

Un punto importante en el proceso de titulización de activos es el vehículo que se utilizará para realizar la securitización. Existen diferentes figuras reconocidas por el ordenamiento jurídico que permiten lograr este objetivo. Al momento de analizar la factibilidad y conveniencia de utilizar un determinado vehículo, es fundamental que se constituya un patrimonio autónomo de afectación de los bienes, que lo mantenga aislado de los riesgos provenientes de las relaciones jurídicas particulares del originante y del propio vehículo. Además, se deben tener en cuenta las regulaciones tributarias establecidas para poder optar por un vehículo u otro, en base a una ecuación económica de conveniencia.

En la Argentina, algunas de las distintas formas jurídicas (vehículos) que posibilitan la securitización según Diego Martín Sabat (1995), son las siguientes:

- Obligaciones negociables garantizadas: “emisión de títulos representativos de deuda con respaldo en los conjuntos de activos titulizados. Se trata de obligaciones negociables garantizadas por un conjunto de activos que permanecen en el patrimonio del originante. Corresponden a la estructura de los *asset-backed securities*” (Sabat, 1995).
- Los fondos comunes cerrados: “permiten diseñar una estructura tipo *pass-through*; es decir el originante transfiere la propiedad de los créditos al vehículo, el fondo común cerrado que emitirá los títulos, cuotapartes, con respaldo de la cartera” (Sabat, 1995). En estos instrumentos, los fondos se constituyen con una cantidad máxima de cuotapartes, las cuales solo podrán ser rescatadas una vez que el fondo se disuelva. Es decir, si el inversor quiere recuperar su dinero antes, debe recurrir al mercado secundario.
- Fideicomisos financieros: Sabat lo describe como la posibilidad de que una persona (fiduciante) transmita el dominio fiduciario de bienes a otra (fiduciario), quien se encarga de administrarlos según se establezca en un contrato, y emita los valores de deuda que recibirán los beneficiarios.

2.1.5 Ventajas de la securitización

Para el originante (sujeto que se financia):

- Aumenta el grado de liquidez de los activos de la empresa: “la titulización de los activos posibilita aumentar su liquidez a un titular de activos homogéneos o susceptibles de ser homogeneizados, que no eran endosables o transables en el mercado secundario, transformándolos en valores negociables, libremente transmisibles por endoso o simple entrega” (Vásquez Rafael, 2015).
- Amplía la capacidad prestable de las entidades financieras: “la titulización implica para las entidades financieras una nueva fuente de fondeo, alternativa [...]. Con base en los créditos titulizados, se obtienen nuevos recursos que realimentan el proceso de originación, mejorando, con ello, las tasas de rentabilidad” (Kenny, 2005, pág. 7).
- Menor costo de financiación y mejor calificación: se logra, muchas veces, obtener en el mercado un financiamiento a un menor costo, “porque los activos titulizados han sido separados del riesgo de la empresa que los originó, lo que permite asignar a los valores negociables una calificación de riesgo más alta que la correspondiente a dicha empresa” (Kenny, 2005, pág. 6). Es importante distinguir que cuando el activo securitizable es un flujo futuro, el riesgo de *performance* sigue existiendo. “Si tales activos son de buena calidad, la calificación de riesgo que merezcan los valores emitidos por el vehículo puede recibir una nota mejor que la que se asignaría a dicha compañía si emitiera obligaciones negociables respaldados por su patrimonio”. (Kenny, 2005, pág. 8)
- Elimina el peligro de descalce: “puede reestructurar la distribución de los flujos de fondos producidos por los activos mediante la combinación de los diversos plazos de maduración de los activos reunidos para la securitización” (Kiper & Lisoprawski, 2003, pág. 569). La titulización, entonces, mitiga o elimina el riesgo de descalce, alineando, en una correcta estructuración, el vencimiento de sus pasivos con el de sus activos.
- Operación fuera de balance: “dado que el originador utiliza para financiarse activos que son transferidos a un patrimonio ajeno (por lo tanto, salen de su patrimonio), no se registra pasivo alguno en el balance: no hay aumento de la relación deuda-patrimonio” (Kenny, 2005, pág. 7). Esta particularidad se sostiene siempre y cuando se trate de normas contables locales.
- Aumenta la rentabilidad (al aumentar la rotación de activos): “parte de los activos de la compañía son utilizados para financiarla, obteniendo con ello recursos a un determinado costo, sin necesidad de aumentar el capital, lo que permite generar nuevos activos de rentabilidad mayor para la empresa” (Kenny, 2005, pág. 8).

Para el inversor:

- Reducción del riesgo crediticio: “la afectación de una masa de activos, que se aíslan para responder exclusivamente al pago de las rentas y el capital de los valores negociables emitidos, importa una mejor garantía de pago” (Vásquez Rafael, 2015).
- Mejor retorno en relación al riesgo asumido: “la tasa de rendimiento de los valores negociables emitidos vía securitización aprovecha a favor del inversor la reducción del costo de intermediación bancaria, pudiendo obtener un rendimiento de su inversión superior al que obtendría en el sistema financiero tradicional” (Highton, 1995).
- Diversificación: permite al ahorrista ampliar y diversificar las posibilidades de inversión.

2.1.6 Riesgos de la securitización

Según Mario Oscar Kenny (2005), los riesgos inherentes a la titulización son los siguientes:

- Riesgo de evicción: se refiere a la existencia de vicios en la originación, instrumentación o transferencia de los créditos, que en consecuencia puedan determinar la inexistencia o ineficacia de los derechos fideicomitidos, con el resultado de una pérdida patrimonial para el fideicomiso que pueda afectar el repago de los valores fiduciarios. El cedente es el responsable de la legitimidad de la cesión de derechos.

Para atenuar este riesgo se debe analizar el proceso de originación de los créditos, a los fines de poder determinar que se cumplan todas las normas legales correspondientes, además de analizar la situación patrimonial y financiera del transmitente; a este proceso se lo conoce como “*due diligence*”. Adicionalmente se puede considerar incorporar un seguro que cubra el riesgo de evicción o agregar una garantía real o personal del cedente.

- Riesgo de mora: sobre la base del historial de la cartera, se predice un porcentaje de mora de los créditos cedidos. La mora puede ser transitoria o estructural. La principal diferencia entre ambas es que en la mora transitoria se producen atrasos normales en el pago de las cuotas de los créditos, que finalmente son cubiertas por los deudores con los intereses correspondientes. En cambio, en la mora estructural el impago es de una magnitud en monto y tiempo que afecta el recupero normal del crédito. Cuando el porcentaje de incobrabilidad previsto supera la mora estructural, se presenta el riesgo de pago de los servicios.

El autor detalla los principales factores que han de tenerse en cuenta al momento de estimar la mora futura:

- a) Nivel socioeconómico de los deudores: posiblemente quien tenga recursos económicos más bajos se encuentre más propenso a incumplir en el pago.
- b) Garantías de los créditos: tener afectada la disponibilidad de un bien, en el caso de garantías reales, es un aliciente para que los deudores cumplan en tiempo y forma.

- c) Factores macroeconómicos: más allá de la situación particular de cada deudor, el marco macroeconómico en el cual se desenvuelve el fideicomiso tiene influencia en su mora y/o incobrabilidad.

Además, el autor nos menciona los métodos más habituales para limitar el riesgo de mora:

- a) Obligación de sustitución: el originador puede obligarse a sustituir aquellos créditos que caigan en mora, por otros de similares características.
 - b) Seguro/Fianza: al igual que para evitar la evicción, se le solicita al cedente una garantía real o personal adicional.
 - c) Sobredimensionamiento de la cartera: el porcentaje de sobredimensionamiento dependerá de los índices de mora y de pre-cancelación, los que se obtienen a partir de un estudio histórico de la cartera de cuentas por cobrar del cedente.
 - d) Adelanto de fondos: se da cuando el originador o cedente asume el compromiso de los créditos adeudados y aporta los fondos para cubrir el flujo de fondo teórico de los créditos ante atrasos.
 - e) Emisión de partes específicas, principales y subordinadas: se emiten clases de valores negociables con diferentes niveles de subordinación. La estructura más simple es una clase senior (superior) y una clase subordinada, la cual tiene sus derechos de cobro postergados a la cancelación de la primera.
- Riesgo en la ejecución de créditos: en el caso de créditos impagos que no puedan ser sustituidos, se debe evaluar el costo en la tramitación de la cobranza de éstos. Si se produce un excesivo lapso en el proceso de cobro forzoso, el esquema financiero del negocio puede verse afectado.
 - Riesgo *performance*: el mismo se presenta cuando en la titulización se ceden créditos futuros. En estos casos se produce el riesgo de no generación del crédito, ya sea, por responsabilidades atribuibles al originante o por circunstancias que son exógenas. En la securitización de créditos existentes, la *performance* del originador no impacta en los créditos, ya que los mismos están originados y son separados de su patrimonio. En cambio, en la securitización de flujos futuros, se debe analizar en profundidad la situación económica, financiera y patrimonial del titulizante/cedente, y sus respectivos desempeños históricos en la originación de los derechos.

El autor hace hincapié en la necesidad de evaluar el grado de diversificación en el proceso de originación, el volumen de la transacción, las protecciones legales, la posición competitiva del titulizante en la línea de negocios que da origen a los derechos, la posibilidad de intervenciones gubernamentales que pudieran afectar negativa o positivamente la futura generación de créditos, entre otros. Siguiendo a Kenny (2005), este riesgo es mitigado principalmente mediante mejoras específicas del riesgo crediticio asignado a la clase senior,

como pueden ser, fondos de garantías (constituido con parte del producido de la colocación de los valores fiduciarios). Adicionalmente, en estos casos se suelen incluir cláusulas en el contrato que apuntan al rescate anticipado de los bonos preferidos, para el caso de que se produzca la incapacidad del cedente de originar el crédito.

- Riesgo de cancelación anticipada de los créditos: se produce cuando se cancelan anticipadamente los créditos y el fiduciario no puede recolocar los fondos obtenidos a una tasa de rendimiento igual o mayor a la que devengaba en el crédito original.
- Riesgo del agente de cobro: es el último que menciona el autor. Si bien la cobranza puede ser cedida para su gestión a un tercero, es habitual en la práctica que sea el mismo originador el que se encargue de la correspondiente tarea. Existe riesgo de que el agente de cobro no cumpla correctamente en sus funciones (ya sea con dolo y/o culpa) y, como consecuencia, verse afectadas las recaudaciones del fideicomiso.

Debido al caso Bonesi S.A., a partir de 2009 en la Argentina se reformularon los controles a la securitización por parte del ente regulador del estado. La reconocida empresa de electrodomésticos, a pesar de haber recibido la cobranza de los créditos cedidos, incumplió con sus obligaciones de transferir lo recaudado al fideicomiso, propietario de los créditos a él cedidos, entrando, por tal motivo, en cesación de pagos.

A raíz de lo anterior, la Comisión Nacional de Valores (C.N.V.) emitió la Resolución N°555, por medio de la cual implementaron una serie de medidas en búsqueda de evitar un nuevo fraude. En primer lugar, se estableció la obligatoriedad de contar con un sistema informático que permita al fiduciario conocer las cobranzas realizadas en forma simultánea con su percepción, a los fines de poder realizar un control continuo sobre el cumplimiento del flujo de fondos proyectado (realizado en base al cronograma de pago de los bienes fideicomitados). Además, el agente de cobro debe transferir las cobranzas percibidas en un máximo de tres (3) días hábiles a la cuenta del fideicomiso. En dicha resolución, se establece también la obligatoriedad de contar con un administrador de cobro sustituto.

2.2 Fideicomisos financieros

2.2.1 Marco legal

En la Argentina, el contrato de fideicomiso no se encontraba regulado sino hasta la sanción de la Ley 24.441. Hasta ese momento, y en relación con el mismo, se contaba únicamente con el Artículo 2662 del Código Civil, que no hacía referencia al contrato del fideicomiso mismo, sino al dominio fiduciario.

Esta Ley fue sancionada por el Congreso de la Nación con fecha 22 de diciembre de 1994 y promulgada el 9 de enero de 1995, regulando al fideicomiso en sus artículos 1 a 26.

El nuevo Código Civil y Comercial unificado (en adelante, C.C y C), que entró en vigencia

el 1 de agosto de 2015, regula el contrato de fideicomiso en el Capítulo 30, dentro del Título IV “De los contratos en particular”, del Libro Tercero “Derechos Personales”. En el Capítulo 31, finalmente, legisla el “Dominio Fiduciario”. Deroga, asimismo, los artículos 1 a 26 de la actual Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción (Ley 24.441). No obstante, se mantienen los artículos 83 y 84 de dicha ley, por lo cual siguen vigentes las exenciones referidas a los títulos valores y a determinadas retribuciones del fiduciario.

2.2.2 Definición

El artículo 1666 del nuevo C.C y C unificado define al contrato de fideicomiso en estos términos:

Hay contrato de Fideicomiso cuando una parte, llamada Fiduciante, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona denominada Fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de otra llamada Beneficiario, que se designa en el contrato, y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al Fideicomisario.(Art.1666)

Se adopta la misma definición que en la Ley N° 24.441, “consagrando al fideicomiso solamente como un contrato y no como una persona, careciendo consecuentemente de capacidad para adquirir derechos o contraer obligaciones, y solamente "existe" a través de la gestión del Fiduciario” (Bilbao Aranda, 2015).

Por su parte, en el artículo 1690 del nuevo C.C y C se establece que, para ser considerado fideicomiso financiero, el fiduciario debe ser una entidad financiera o una sociedad autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores, a los fines de poder actuar como fiduciario financiero. Además, los beneficiarios son los titulares de los títulos valores garantizados con los bienes transmitidos.

La Comisión Nacional de Valores, como organismo de contralor, define esta herramienta como una alternativa a la que recurren las empresas para obtener financiación, segregando de su patrimonio un número determinado de activos cuyo producido estará destinado al pago de los servicios de los valores fiduciarios emitidos, constituyendo a su vez dichos activos la garantía básica del cumplimiento de las obligaciones de pago asumidas.

2.2.3 Procedimiento

El proceso estándar de la titulización por medio del fideicomiso financiero es el siguiente:

1. El originador de los créditos (el fiduciante), separa de su patrimonio los activos a titularizar, transfiriéndolos a un patrimonio separado (el fideicomiso), el cual se denomina “el vehículo” (Kenny, 2005, pág. 5).
2. El administrador del vehículo (el fiduciario) emite valores negociables, los cuales tienen como fuente de pago los activos cedidos. Previamente se debe tener autorización de oferta pública por parte de la C.N.V. (Kenny, 2005, pág. 5).
3. Los títulos son colocados en el mercado de capitales y adquiridos por los inversionistas (beneficiarios).
4. El producido de la colocación, neto de los gastos correspondientes, es transferido al fiduciante (Kenny, 2005, pág. 5).
5. Las sumas percibidas por el cobro de los créditos que respaldan la emisión se destinan al pago del capital y los dividendos de los títulos en poder de los beneficiarios (Herrera, Caramelo, & Picasso, 2015).
6. A los fines de obtener una mejor calidad crediticia, es frecuente que se emitan distintas clases de valores negociables, los cuales presentan una subordinación entre ellos. Otra alternativa es la emisión de valores por un valor nominal inferior al valor de los activos titulizados. En caso de existir distintas clases de valores, es habitual que la clase subordinada sea adquirida por el fiduciante. El originador de los créditos, por lo general, continúa como administrador de los activos cedidos, pero ya no a título propietario, sino como agente del fiduciario (Kenny, 2005, págs. 5-6).

2.2.4 Oferta Pública

Según establece el artículo 1691 del nuevo C.C y C, los títulos valores a los cuales se refiere el artículo 1690 pueden ofrecerse al público en los términos de la normativa sobre oferta pública de títulos valores. El organismo de contralor de los mercados de valores, C.N.V., tiene la facultad de dictar normas reglamentarias adicionales que incluyan la determinación de los requisitos a cumplir para actuar como fiduciario.

Es competencia de la C.N.V. otorgar la autorización para realizar oferta pública respecto a:

- Suplemento de prospecto: debe contener información veraz y suficiente de la correspondiente serie de fideicomisos. Además de la descripción de los participantes y de la situación actual del fiduciante, se incorpora una sección de términos y condiciones en donde se mencionan las características específicas de la emisión en cuestión. Se emite un suplemento de prospecto por cada emisión de valores representativos de deuda y/o certificados de participación.

- Prospecto de programa global: documento madre necesario para la emisión de diferentes series de valores representativos de deuda o certificados de participación, hasta un monto máximo. Al momento de emitir una nueva serie, se debe verificar que exista un programa vigente con monto disponible. En el mismo, se deberá especificar si su monto total se irá agotando a medida que se coloquen las distintas series o si se trata de un monto máximo en circulación durante la vigencia de aquel.

El art. 19 Capítulo IV Sección IX de las Normas de C.N.V. (2013) menciona la necesidad de incorporar en el prospecto de programa global una descripción con las características generales de los bienes afectados al repago de cada serie de los valores fiduciarios; en cambio, en el suplemento de prospecto se especifican los activos afectados para la serie. A su vez, el fiduciario debe ser identificado en el programa y en cada una de las series que se emitan. En caso de que el fiduciante sea PyME, existe la posibilidad de emitir un suplemento de prospecto bajo el prospecto de programa global del fiduciario.

Tanto el prospecto como el suplemento de prospecto, deben contener, según el art. 15 de la misma sección, una descripción relativa a las consideraciones de riesgo para la inversión, la cual debe advertirse al público de su lectura utilizando caracteres destacados; la misma debe ser específica a los riesgos específicos de la estructura.

2.2.5 Contrato

El artículo 1667 del nuevo C.C y C detalla taxativamente el contenido que debe comprender el contrato de fideicomiso.

- a) La individualización de los bienes objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de la celebración del fideicomiso, debe constar la descripción de los requisitos y características que deben reunir los bienes;
- b) la determinación del modo en que otros bienes pueden ser incorporados al fideicomiso, en su caso;
- c) el plazo o condición a que se sujeta la propiedad fiduciaria;
- d) la identificación del beneficiario, o la manera de determinarlo conforme con el artículo 1671;
- e) el destino de los bienes a la finalización del fideicomiso, con indicación del fideicomisario a quien deben transmitirse o la manera de determinarlo conforme con el artículo 1672;
- f) los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo, si cesa.

Específicamente respecto al contrato de fideicomiso financiero, el art. 202 de la Ley 27.440 que modifica al art.1692 del nuevo C.C y C detalla:

El contrato de fideicomiso financiero debe contener los términos y condiciones de emisión de los títulos valores, las reglas para la adopción de decisiones por parte de los

beneficiarios que incluyan las previsiones para el caso de insuficiencia o insolvencia del patrimonio fideicomitado, y la denominación o identificación particular del fideicomiso financiero. (Art.202)

2.2.6 Sujetos principales

Como se ha mencionado previamente, el fideicomiso financiero se instrumenta mediante la celebración de un contrato, en el que se individualizan los siguientes sujetos:

- **Fiduciario:** es el administrador de los bienes cedidos en propiedad fiduciaria al fideicomiso. Tiene el deber de cumplir con las obligaciones de la ley, además de darle el destino previsto a los bienes, siempre con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios, que actúa sobre una base de confianza.

En lo que respecta a los fideicomisos financieros, el art. 1690 del nuevo C.C y C especifica que el fiduciario debe ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores para actuar como fiduciario financiero.

Deben inscribirse en el registro de agentes que lleva la C.N.V. los fiduciarios financieros que decidan actuar en los términos de lo dispuesto en los artículos 1673 y 1690 del nuevo C.C y C. La C.N.V. detalla, en su página web, que el trámite está dirigido únicamente para, entidades financieras, autorizadas a actuar como tales en los términos de la Ley N° 21.526 y para personas jurídicas regularmente constituidas en la República Argentina bajo la forma de sociedad anónima, conforme la Ley N° 19.550.

El fiduciario puede ser beneficiario. En tal caso, debe evitar cualquier conflicto de intereses y obrar privilegiando los de los restantes sujetos intervinientes en el contrato.

- **Fiduciante:** es el originador de los créditos a ceder. Es parte en el contrato de fideicomiso y es quien transmite la propiedad fiduciaria de los bienes, debiendo tener capacidad para disponer de los mismos. Es, además, quien instruye al fiduciario sobre el cometido que deberá cumplir.
- **Beneficiario/Inversor:** puede ser una persona humana o jurídica. Es aquel que recibirá los beneficios producidos por la gestión o administración de los bienes fideicomitados. Es la persona a favor de la cual el fiduciario ejerce la propiedad fiduciaria de los bienes. Pueden ser beneficiarios el fiduciante, el fiduciario o el fideicomisario.

El art. 1690 del nuevo C.C y C define que los beneficiarios para el caso de los fideicomisos financieros son los titulares de los títulos valores garantizados con los bienes transmitidos.

- **Fideicomisario:** es el destinatario final de los bienes fideicomitados al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato. La intervención del fideicomisario puede

sustituirse contractualmente cuando se prevé que el fiduciante o los beneficiarios sean los destinatarios finales de dichos bienes.

2.2.7 Sujetos secundarios

- Asesor financiero: analiza la posibilidad de financiamiento a través de la securitización de activos y/o flujos, determinando la viabilidad de una securitización a través de lo que se conoce como análisis de factibilidad. Habiendo viabilidad, ejecuta los procesos de diseño y estructuración del fideicomiso a partir de los activos a securitizar y la evaluación de las condiciones de mercado.
- Asesor legal: tiene a su cargo la redacción de los documentos que instrumentan la transacción y su presentación ante los organismos de control, entre otros, el suplemento de prospecto y contrato de fideicomiso.
- Colocadores: son los encargados de realizar los esfuerzos necesarios para la colocación primaria de los títulos fiduciarios.
- Administración y agente de cobro: realiza la gestión de cobranza de los activos cedidos; suele ser el fiduciante.
- Agente de control y revisión: realiza el monitoreo y seguimiento de los activos securitizados y los fondos generados, aportando confiabilidad y transparencia en la transacción en beneficio de los inversores.
- Organizador: a cargo de la coordinación general de todo el proceso hasta la salida a oferta pública.
- Calificadora de riesgo: es la entidad encargada de evaluar el riesgo de los títulos y asignar la calificación de riesgo correspondiente, la cual no constituye una recomendación de inversión.
- Comisión Nacional de Valores: es el ente encargado de la regulación, control oficial y autorización de oferta pública del fideicomiso.
- Agente de custodia: en la Argentina es común que esta figura recaiga en Caja de Valores S.A. para los valores negociables cartulares individuales o escriturales.

2.2.8 Patrimonio Fiduciario

Los bienes afectados a la fiducia son independientes del patrimonio de las partes.

Basándonos en la ley, por regla general ni los acreedores del fiduciario ni los del fiduciante pueden atacar de forma singular o colectiva el patrimonio afectado al fideicomiso, ya sea porque esos bienes nunca integraron su patrimonio (bienes adquiridos con los frutos producidos por los bienes fideicomitados) con anterioridad, o porque salieron de este para la enajenación fiduciaria (Arabia, 2008).

Los bienes fideicomitidos constituyen la garantía de las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. El fideicomiso, al ser un patrimonio afectado, sólo responde por las obligaciones inherentes a la gestión del mismo patrimonio y queda descartado el poder de agresión de todo otro acreedor. Estas obligaciones deben guardar relación con los fines del fideicomiso. Se trata de obligaciones nacidas de contratos.

El fideicomiso se caracteriza por su capacidad de proteger determinados bienes, cuya propiedad imperfecta adquiere el fiduciario para darles el destino final previsto en el contrato constitutivo, según instrucciones generalmente irrevocables impartidas en el mismo acto por el fiduciante.

Uno de los aspectos característicos de la transferencia fiduciaria de los bienes es que la propiedad de los mismos se transmite a título de confianza, ya que el fiduciante confía en el fiduciario para la realización de determinado encargo; con la transferencia se busca alcanzar un fin específico. Esta transferencia fiduciaria, bien lo explica el abogado Osvaldo H. Soler (2000):

No es onerosa porque el fiduciario no le da nada a cambio del bien al fiduciante y tampoco es gratuita, porque éste no le regala la propiedad a aquél, que la recibe sólo para ejecutar el encargo. El carácter a título de confianza de la transmisión de los bienes fideicomitidos no debe confundirse con el carácter que pueda tener el contrato mismo de fideicomiso. En efecto, este será oneroso o gratuito en función de que el fiduciario reciba o no una retribución por su gestión. (pág. 10)

El espíritu de la ley es claro al preservar la independencia de los bienes fideicomitidos. Sin embargo, limita esta inmunidad cuando en el artículo 1686 del nuevo C.C. y C. enumera dos casos de excepción: las acciones por fraude o por ineficacia concursal. La ley prevé expresamente estas circunstancias, porque la autonomía patrimonial de los bienes, en ciertos casos, puede ser vista como una alternativa para los deudores, quienes, con el fin de salvaguardar sus bienes utilizan el vehículo del fideicomiso en detrimento de su patrimonio.

2.2.9 Clases de títulos

Los derechos de los beneficiarios surgen de la adquisición de valores fiduciarios. En cada programa se establece un monto y plazo, dentro de los cuales se constituyen varios fideicomisos financieros. Para cada uno de ellos se celebra un contrato, en donde se dispone la emisión de valores fiduciarios y, luego, un suplemento de prospecto, en donde se especifican las características propias de cada serie. En cada una de ellas se puede emitir una o más clases de valores fiduciarios, los cuales tendrán diferentes derechos de participación o derechos de créditos.

Los valores fiduciarios podrán ser emitidos en forma escritural o cartular, nominativa no endosable de acuerdo a lo previsto en la Ley 24.587, representados en láminas individuales o en certificados globales, lo que se determinará en cada contrato. Los valores fiduciarios que sean emitidos en forma cartular contendrán las menciones indicadas en las normas legales y reglamentarias, y podrán llevar o no cupones para el cobro de los servicios. Los certificados globales de los valores fiduciarios podrán ser definitivos o canjeables por láminas individuales, o convertibles en valores escriturales, de acuerdo a lo establecido en cada serie. Los certificados globales permanentes sólo podrán negociarse a través del sistema de depósito colectivo². Los beneficiarios no podrán solicitar su canje por títulos individuales.

Aquellos valores de fiduciarios emitidos como valores de deuda fiduciaria otorgan un derecho de reintegro del valor nominal y, siempre y cuando hubiera patrimonio fideicomitado suficiente, el pago de un interés determinado. Los rendimientos de los títulos emitidos pueden ser de renta fija o bien de renta variable (por lo general, se hace referencia a la tasa Badlar³ más un margen adicional), con un mínimo y un máximo. Pueden existir valores fiduciarios atípicos, los cuales se establecerán en el contrato.

Los títulos que revisten el carácter de “deuda senior” se caracterizan por tener una mejor calidad crediticia que el resto, otorgando lógicamente un rendimiento menor al que se obtiene con títulos de mayor riesgo. Al momento de cobro, los titulares de este tipo de valores se sitúan por encima del resto, en cambio los titulares de la “deuda subordinada” cobran posteriormente, según su grado de subordinación en la cascada de pagos. Por ese mayor riesgo asumido, los tenedores de deuda subordinada son compensados con un rendimiento mayor. Va de suyo que en este tipo de estructuras, conocidas como secuencial o turbo, el pago de capital o interés por parte de las clases subordinadas depende del cobro de las clases anteriores.

Por otro lado, para aquellos valores fiduciarios emitidos como certificados de participación, los derechos económicos resultan del producido por los bienes fideicomitados y se subordinarán al previo pago de los valores representativos de deuda, de los gastos deducibles y de otras afectaciones que se especifiquen en el suplemento de prospecto. Es decir, que tienen derecho al recupero del capital invertido y a las utilidades residuales, conforme se establezca en el contrato.

Si bien se podría considerar que el inversor de los certificados de participación toma los riesgos del proyecto asemejándose a un accionista, Mario Oscar Kenny (2005) dice que:

² Caja de Valores S.A. actúa como Agente Depositario Central de Valores Negociables (ADCV). En dicho carácter Caja de Valores S.A. celebra con cada depositante un contrato de depósito colectivo, en los términos de la Ley N° 20.643 y sus modificatorias, por el cual el depositante entrega a aquella una cierta cantidad de valores negociables, y Caja de Valores S.A. asume el compromiso de devolver igual cantidad de valores negociables de la misma especie y clase. Esto significa que no está obligada a devolver la misma numeración de los valores depositados en cada cuenta.

³ La Tasa BADLAR es la tasa de interés pactada por el Banco Central de la República Argentina que se paga por los depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos, según el promedio de las entidades financieras, con un plazo de entre 30 y 35 días.

Si existieran certificados de participación de distintas clases con diferentes rangos, es posible que la clase senior reciba una rentabilidad aun cuando el fideicomiso no tenga utilidades. De ahí que no puede asimilarse la rentabilidad reconocida a un certificado de participación senior al dividendo de las acciones. (pág. 104)

Los valores fiduciarios podrán ser colocados a la par, bajo la par o sobre la par⁴, en las condiciones que se determinen en cada serie. El pago del precio de los valores fiduciarios por parte de los beneficiarios se realizará en los términos y condiciones que se acuerden en cada contrato de fideicomiso.

2.2.10 Calificadoras de riesgo

Las calificadoras de riesgo evalúan la solidez financiera y crediticia de entidades, países y productos financieros. La principal función es elaborar “opiniones independientes, objetivas y estandarizadas sobre emisiones, valores o instrumentos financieros, a través de las que establecen la probabilidad estadística de que el emisor cumpla sus obligaciones derivadas de los valores o títulos” (Hermida, 2010). En la Argentina las entidades deben estar registradas en la C.N.V. para poder desarrollar la actividad, las cuales, pueden ser de carácter privado o universidades públicas.

Los fideicomisos financieros con oferta pública por lo general cuentan con una calificación de riesgo de sus valores fiduciarios.

En cuanto a la metodología de calificación de transacciones de finanzas estructuradas, las calificadoras evalúan la calidad crediticia de la cartera, la estructura de la transacción y otras consideraciones de riesgos de contraparte, operativos y legales. Algunos de los factores claves para la calificación, según detalla Fitch Ratings⁵ en su informe de metodología maestra para calificaciones de finanzas estructuradas, son:

- Aislamiento del activo y estructura legal: se busca que el riesgo del crédito dependa principalmente del riesgo de los activos cedidos, en lugar de relacionarse con el riesgo del originador.
- Calidad del activo: se analizan las características crediticias de los activos cedidos, para derivar una expectativa de pérdida bajo un escenario de caso base. Se toma en consideración el nivel de mora histórico que presente la cartera. Al respecto Fitch Ratings detalla que el supuesto es estresado en cada categoría de calificación sucesiva, buscando así que las emisiones de deuda calificadas en las categorías de grado de inversión alto

⁴ Una emisión se denomina sobre la par, cuando el valor a pagar por el título es mayor a su valor nominal, a la par, si los valores coinciden, y bajo la par, si el valor a pagar es inferior a su valor nominal.

⁵ Fitch Ratings es una agencia internacional de calificación de crédito y riesgo que tiene sus oficinas centrales en New York y Londres.

tengan expectativas de pérdidas consistentes con escenarios de estrés de severidad alta remotos.

- Estructura Financiera: se evalúa la estructura de la transacción, analizando las mejoras crediticias, la distribución de los flujos de efectivo, de los pagos de intereses y de la estructura de amortización.
- Riesgo de contraparte: al respecto Fitch Ratings detalla que todas las contrapartes involucradas deben tener conocimiento operacional y las capacidades para desempeñar las funciones para las cuales están contractualmente obligados a desempeñar.
- Revisión operacional: el originador y el administrador, pueden afectar el desempeño de los activos subyacentes. Por lo tanto, las calificadoras revisan los procesos operacionales de cada originador y administrador que participa en la securitización.

3 Metodología de la investigación

3.1 Identificación de la metodología de estudio

La presente tesis es de tipo exploratoria; se basa principalmente en el relevamiento y posterior procesamiento de determinados datos oficiales. A su vez es descriptiva, porque describe aspectos generales de las emisiones de los fideicomisos financieros como instrumentos de financiamiento durante el período comprendido entre los años 2015-2022 en la Argentina.

Presenta un enfoque mixto, combina métodos cuantitativos y cualitativos para obtener una comprensión más completa del interrogante planteado. Es en base a la recolección de los datos estadísticos, obtenidos respecto del grado de cumplimiento de pago de servicios de los fideicomisos financieros emitidos en el año 2022, que se determina si el instrumento representa una alternativa sólida para los inversores en términos de *track record* de pago y, por contrapartida, una solución viable de financiamiento para las empresas.

3.1.1 Población de estudio

Se estudiaron los aspectos generales de los fideicomisos financieros con oferta pública emitidos en la Argentina entre los años 2015-2022, listados por C.N.V.

3.1.2 Fuente

Como organismo regulador, la C.N.V. informa en su página web un registro histórico de los fideicomisos financieros negociados en oferta primaria. Se utilizó dicho registro para el análisis de las emisiones.

3.1.3 Homogenización de los datos.

A los fines de facilitar el análisis y obtener información objetivamente comparable, la autora opta, para homogeneizar los datos de aquellos fideicomisos financieros que en los registros se encontraban nominados en moneda extranjera (fideicomisos en dólares y en dólar *linked*), reexpresarlos al tipo de cambio vendedor billete del Banco Nación⁶ del día de su liquidación. Asimismo, buscando aislar posibles distorsiones de índole política, se analizaron las emisiones de fideicomisos agrupadas en períodos de dos años, respetando los tiempos de renovación de parlamentarios del Congreso de la Nación Argentina. Así, se intenta realizar los análisis bajo un contexto político económico similar.

⁶ Banco de la Nación Argentina.

3.1.4 Exclusiones

Se omitió incluir del análisis el único fideicomiso emitido, a la fecha de la redacción del presente trabajo, en U.V.A (Unidad de Valor Adquisitivo), por no contar con información oficial para su conversión.

Por otro lado, se eliminan del análisis aquellos fideicomisos financieros emitidos por el Estado Nacional, dado que, en el presente trabajo, se intenta también demostrar la viabilidad del instrumento como fuente de financiamiento para las empresas.

3.2 Análisis de los fideicomisos financieros emitidos en la Argentina

El mercado de capitales juega un rol trascendental en la economía de cualquier país, ya que presenta varias alternativas de financiamiento para las empresas, facilitando poder llevar adelante sus proyectos de inversión, como así también tener una herramienta adicional a la hora de gestionar el financiamiento de su capital de trabajo.

Según María Eugenia Vázquez (2014):

El mercado de capitales cumple la función principal de transformar la disponibilidad de ahorro en inversión productiva. Encargado de fijar los costos de financiamiento mediante un acercamiento entre los requerimientos que tienen las compañías y los rendimientos esperados por los inversores. (pág. s/n)

En cuanto a los diversos instrumentos de financiación disponibles en el mercado de capitales, existen tanto instrumentos de capital como de deuda.

Dentro de los instrumentos de capital, las compañías pueden acceder a la emisión de nuevas acciones, mediante lo cual se incorporan nuevos socios que comparten el riesgo del negocio con los accionistas originales, incorporando de esta manera nuevo capital para solventar las necesidades financieras del caso.

Por otro lado, en lo que se refiere a instrumentos de deuda, se puede mencionar instrumentos como las obligaciones negociables, los cheques de pago diferido propios y los pagarés bursátiles, los cuales permiten a las empresas financiarse en diversos plazos, acordes al flujo de fondos de su negocio.

Por su parte, por medio de los fideicomisos financieros “se logra acelerar el ciclo del flujo de fondos de distintos negocios, utilizando como base diversos activos agrupados y creando

con ellos estructuras convenientemente aisladas para que aseguren un grado suficiente de garantías a las fuentes de financiamiento” (Villegas & Villegas , 2001, pág. 596)⁷

Es importante resaltar que, para financiarse en el mercado de capitales mediante la emisión de determinados instrumentos en oferta pública, como acciones, obligaciones negociables y fideicomisos financieros, se necesita obtener en cada caso la autorización de la C.N.V., organismo público que, como ya se ha mencionado, es encargado de promover, autorizar y controlar todo lo vinculado con la oferta pública de valores negociables de toda la República Argentina.

Las empresas cotizantes de valores negociables cuentan con un distintivo adicional al resto; al estar reportando periódicamente a su ente regulador, permiten asegurar determinados niveles de transparencia al público inversor.

Como organismo regulador, la C.N.V. informa en su página web un registro histórico de los instrumentos negociados en oferta primaria. A partir de un relevamiento y posterior procesamiento de determinados datos oficiales publicados, se busca en el presente apartado analizar los aspectos generales de las emisiones de los fideicomisos financieros como instrumentos de financiamiento durante el período comprendido entre los años 2015-2022 en la Argentina.

3.2.1 Emisiones de fideicomisos financieros período 2015-2016

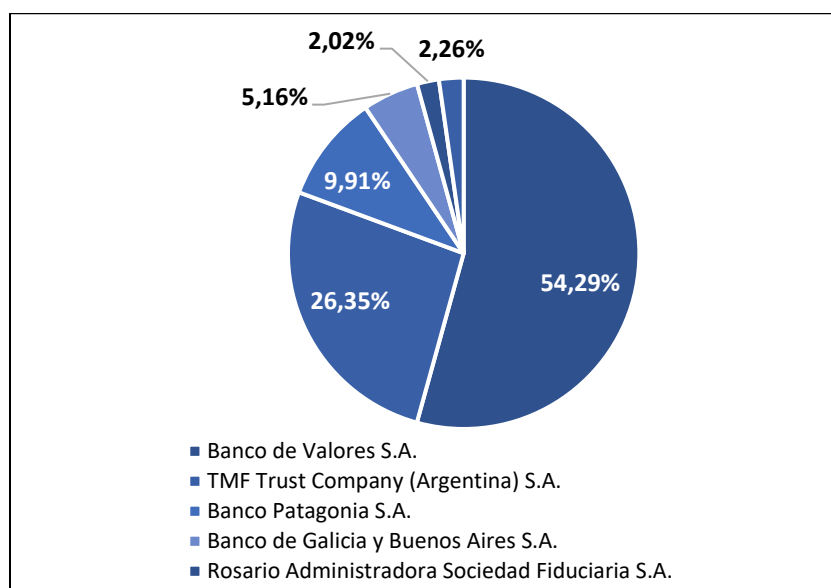
Se emitieron un total de 409 fideicomisos financieros entre 2015 y 2016, lo que representó en términos nominales \$59.570,78 millones de pesos (MM para millones de pesos en adelante). Se observa una preponderancia de las colocaciones en moneda nacional, ya que del análisis de los datos publicados por C.N.V. surge que 397 de ellos fueron emitidos en pesos (\$57.114,99 MM) y solo 12 en dólares (\$2.455,79 MM).

Las 409 colocaciones estuvieron a cargo de un total de 12 fiduciarios. Analizando la participación de los mismos, en millones de pesos, podemos observar en el Gráfico N°1 una gran concentración en el fiduciario Banco de Valores S.A., quien colocó \$32.343,95 MM (más del 54,29% del total) en los dos años. En segundo lugar, con un total de \$15.695,84 MM (26,35%) se encuentra TMF Trust Company (Argentina) S.A. Banco Patagonia S.A. alcanzó con \$5.905,21 MM (9,91%) el tercer puesto. El cuarto lugar lo ocupó Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. con \$3.075,16 MM (5,16% del total) y el quinto fue para Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. con \$1.204,62 MM (2,02%). El resto de los fiduciarios tuvieron una participación poco significativa con relación a los primeros cinco.

⁷ El descuento de cheques de pago diferido de terceros es también un mecanismo de aceleración del ciclo de conversión de caja, que tiene, naturalmente, menor escala, en cuanto a monto de financiamiento, que el fideicomiso financiero.

Gráfico N°1

Porcentaje de fiduciarios en millones de pesos 2015-2016

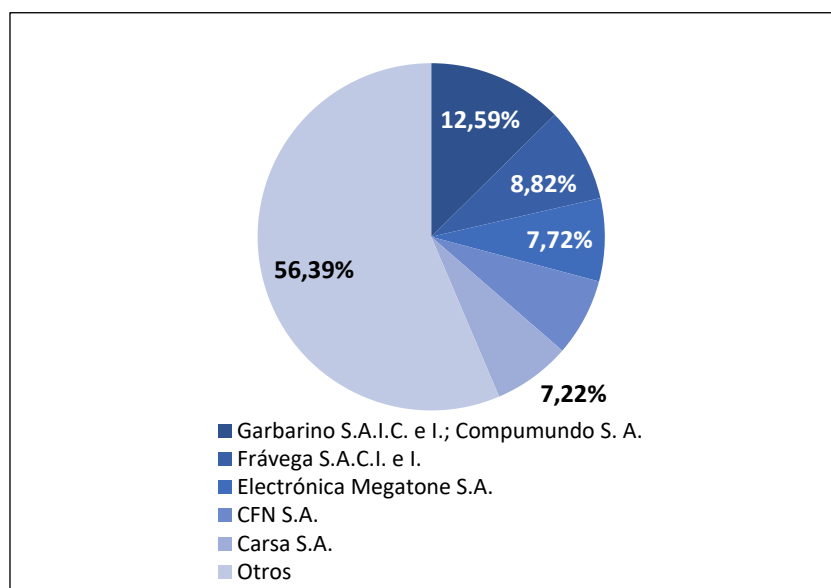


Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

El principal fiduciante en términos nominales entre 2015-2016 fue Garbarino S.A.I.C. e I. - Compumundo S.A., quien alcanzó un total de \$7.502,58 MM, lo que significó un 12,59% de participación en el total colocado. En el análisis de los cinco principales fiduciantes (Gráfico N°2), por montos emitidos, los cuatro lugares restantes son ocupados por empresas de consumo: Frávega S.A.C.I. e I. con \$5.255,40 MM (8,82%), Electrónica Megatone S.A. con \$4.599,19 (7,72%), CFN S.A. con \$4.317,59 MM (7,25%) y Carsa S.A. con \$4.301,41 MM (7,22%).

Gráfico N°2

Porcentaje de fiduciantes en millones de pesos 2015-2016



Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

En consonancia con el origen de los fiduciantes, recién detallado, en el análisis de las emisiones por categoría en el periodo (Tabla N°1), se detecta una fuerte influencia del sector “consumo”, al cual se le adjudicaron 318 colocaciones, lo que representó más del 80% de las emisiones en términos nominales. En la siguiente tabla podemos observar que, si bien “agropecuarios” tuvo solo 12 colocaciones en los dos años, en millones de pesos emitidos representa 4,90% del total.

Tabla N°1

Categorías de fideicomisos emitidos 2015-2016

Categoría	Cantidad	Monto (en MM)
Consumo	318	\$ 50.260,19
Agropecuarios	12	\$ 2.918,66
Derechos de Cobro	28	\$ 2.015,98
Infraestructura y Energía	13	\$ 1.475,14
Leasing	11	\$ 1.463,80
Prendarios	20	\$ 1.350,34
Hipotecarios e Inmuebles	7	\$ 86,67
Total general	409	\$ 59.570,78

Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

3.2.2 Emisiones de fideicomisos financieros período 2017-2018

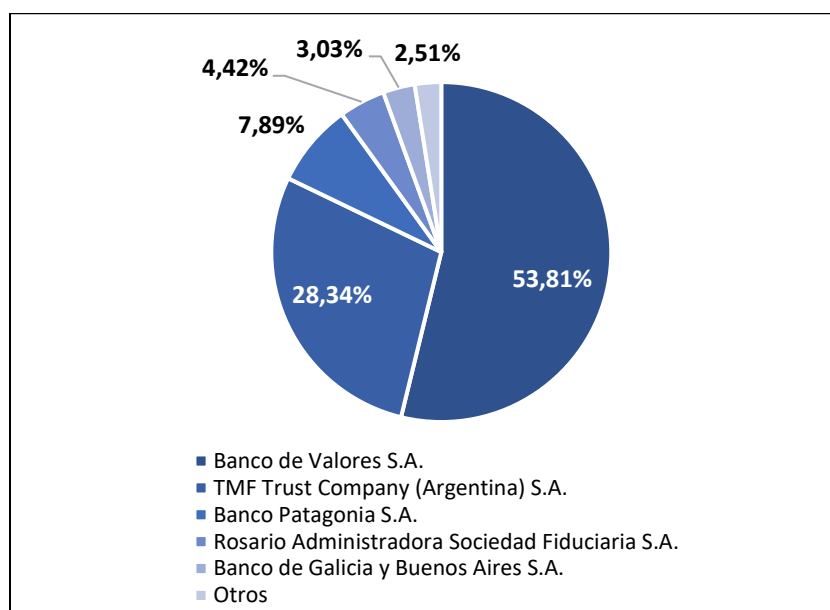
Durante el período comprendido entre enero 2017 y diciembre 2018, se colocaron un total de 398 fideicomisos financieros, 2,69% menos que en el período precedente. En términos nominales, representaron \$95.272,12 MM.

Al igual que en el período anterior, preponderaron las emisiones en moneda nacional, las cuales alcanzaron, con 389 colocaciones, un total de \$88.238,02 MM. Fueron solo 9 emisiones las nominadas en dólares estadounidenses, por un total de \$7.034,11 MM.

Al analizar la participación en millones de pesos emitidos (Gráfico N°3), Banco de Valores S.A. encabezó nuevamente la lista de los 12 fiduciarios del período, con \$51.264,88 MM (53,81%). TMF Trust Company (Argentina) S.A., siguió en el segundo lugar con \$26.996,78 MM (28,34%) del total. El tercer lugar, lo ocupó Banco Patagonia S.A. con \$7.519,02 MM (7,89%). Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. aumentó su participación, alcanzando el cuarto puesto del top cinco de los fiduciarios más activos, con un total de \$4.208,04 MM (4,42%). Por último, Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. emitió \$2.890,31 MM (3,03%).

Gráfico N°3

Porcentaje de fiduciarios en millones de pesos 2017-2018



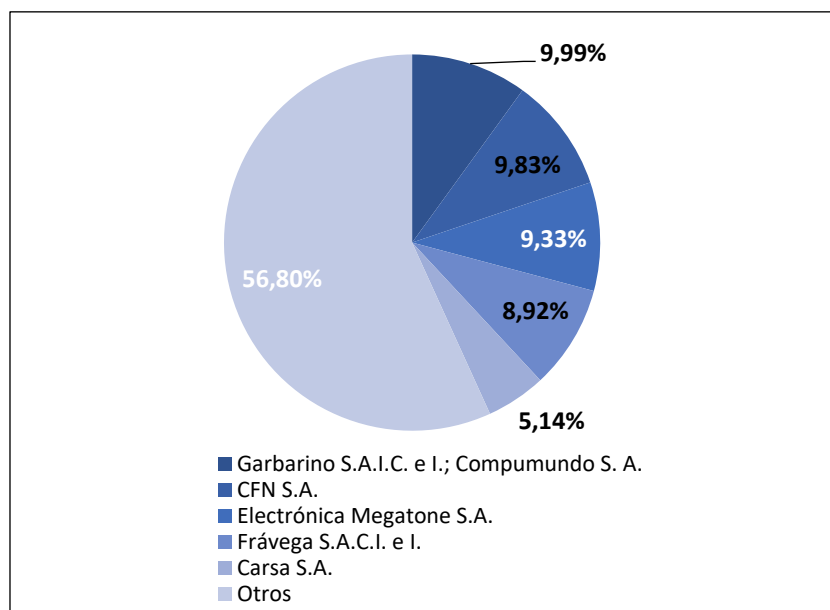
Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

Entre los 93 fiduciantes que emitieron, los 20 primeros concentraron en términos nominales el 78,18%. Los 5 principales fiduciantes (analizados según su participación en el monto total colocado) fueron empresas de consumo (Gráfico N°4). En estos casos se presentó un doble factor: por un lado, las colocaciones nominalmente fueron altas; por otro, tuvieron, estos fiduciantes, una gran frecuencia de emisión, colocando cada una en promedio 18 fideicomisos durante los dos años analizados.

La distribución de los 5 principales fiduciantes fue la siguiente: Garbarino S.A.I.C. e I.- Compumundo S.A. con \$9.513,61 MM (9,99%), CFN S.A. con \$9.367,97 (9,83%), Electrónica Megatone S.A. con \$8.885,58 MM (con 9,33%), Frávega S.A.C.I. e I. \$8.500,57 (8,92%), por último, Carsa S.A. con \$4.893,02 (5,14%).

Gráfico N°4

Porcentaje de fiduciantes en millones de pesos 2017-2018



Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

Analizando la información por categoría (Tabla N°2), observamos algunas particularidades respecto al período anterior. Si bien el rubro “consumo” sigue liderando, el rubro “derechos de cobro” disminuyó, tanto en la participación del monto colocado, como en la cantidad de colocaciones. Por su parte, el rubro “agropecuarios” si bien continuó en segundo lugar, mostró un aumento en su participación en el monto total colocado en el período.

Tabla N°2

Categorías de fideicomisos emitidos 2017-2018

Categoría	Cantidad	Monto (en MM)
Consumo	307	\$ 79.741,05
Agropecuarios	18	\$ 8.428,82
Leasing	13	\$ 2.370,48
Infraestructura y Energía	8	\$ 2.075,06
Prendarios	15	\$ 1.625,12
Derechos de Cobro	8	\$ 973,40
Hipotecarios e Inmuebles	29	\$ 58,20
Total general	398	\$ 95.272,12

Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

3.2.3 Emisiones de fideicomisos financieros período 2019-2020

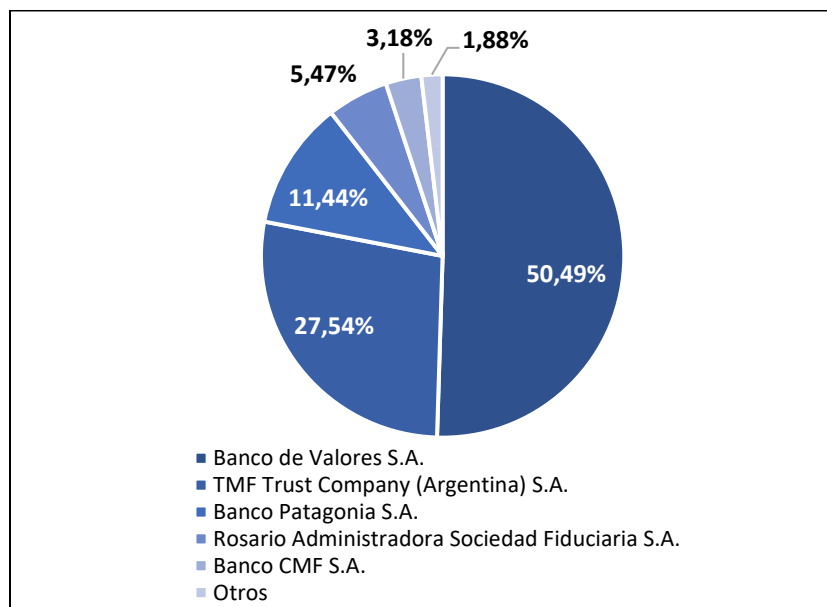
Entre 2019-2020 se emitieron 234 fideicomisos financieros, un 41,35% menos que entre 2017 y 2018. Si bien en 2019 se redujo la cantidad de emisiones promedio por año, fue en

2020, como consecuencia de los efectos que trajo el COVID-19 a nuestra economía, donde se produjo la mayor disminución de emisiones. En términos nominales, las colocaciones fueron de un total de \$84.971,17 MM. Como en períodos anteriores, se sostuvo la tendencia a optar por la utilización de este instrumento en moneda nacional; dichas emisiones representaron un total de \$71.818,72 MM, en 219 colocaciones. En moneda extranjera encontramos la división entre dólares estadounidenses por un total de \$12.538,42 MM, en 13 emisiones, y dólar *linked* por un total de \$614,03 MM, en 2 colocaciones.

De los nueve fiduciarios que participaron durante el mencionado período, en relación a los millones colocados, los cinco principales fueron (Gráfico N°5): Banco de Valores S.A. con \$42.903,35 MM (50,49%), TMF Trust Company (Argentina) S.A. con \$23.403,22 MM (27,54%), Banco Patagonia S.A. con \$9.719,86 MM (11,44%), Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. con \$4.645,83 MM (5,47%) y, por último, Banco CMF S.A. con \$2.700,93 MM (3,18%). Con relación al período 2017-2018, podemos observar que, a excepción de Banco de Galicia y Buenos Aires S.A., se mantiene la mayor concentración en los mismos fiduciarios.

Gráfico N°5

Porcentaje de fiduciarios en millones de pesos 2019-2020



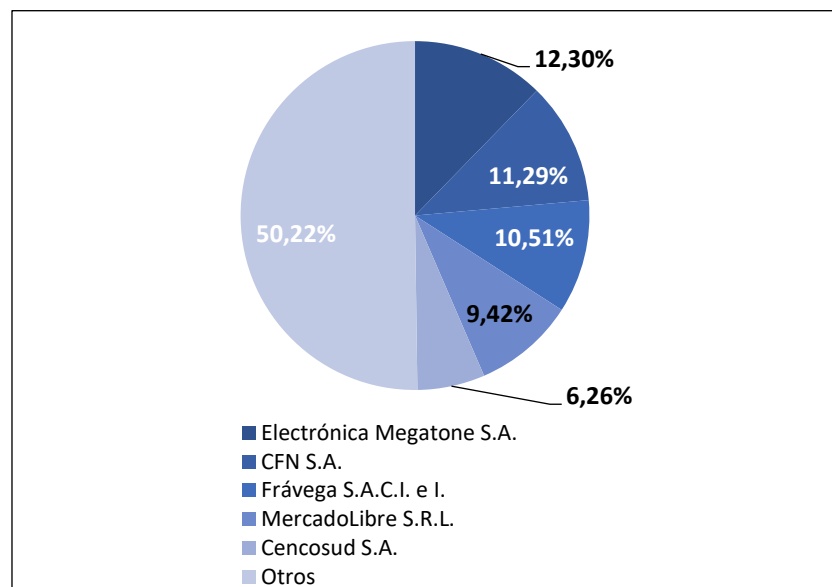
Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

En base a datos extraídos de C.N.V., fueron 61 los fiduciantes que participaron de las emisiones (32 menos que en el período 2017-2018). Analizados en base a su participación en el monto total colocado, al igual que en los años anteriores, fueron las empresas de consumo quienes lideraron la lista. Los cinco principales (Gráfico N°6) acumularon un total de 49,78% de participación. En primer lugar, Electrónica Megatone S.A., responsable de colocar \$ 10.449,67 MM (12,30%), seguido por CFN S.A., quien colocó por \$9.592,40 MM

(11,29%). Frávega S.A.C.I. e I, en tercer lugar, con \$ 8.927,98 MM (10,51%) y, por último, en cuarto y quinto lugar respectivamente, MercadoLibre S.R.L. con \$8.007,67 MM (9,42%) y Cencosud S.A. con \$5.322,87 MM (6,26%).

Gráfico N°6

Porcentaje de fiduciantes en millones de pesos 2019-2020



Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

Con relación a las categorías de los fideicomisos financieros colocados en 2019-2020, observamos que el rubro “consumo” continuó siendo el que mayor emitió (Tabla N°3). Asimismo, “agropecuarios” siguió ocupando el segundo puesto. Como novedad, hubo un aumento significativo en los montos colocados por el rubro “derecho de cobro” respecto al período de análisis anterior.

Tabla N°3

Categorías de fideicomisos emitidos 2019-2020

Categoría	Cantidad	Monto (en MM)
Consumo	170	\$ 63.798,64
Agropecuarios	20	\$ 11.938,98
Derechos de Cobro	12	\$ 3.667,15
Infraestructura y Energía	3	\$ 1.941,50
Otros	1	\$ 1.812,00
Prendarios	6	\$ 1.091,67
Leasing	2	\$ 721,02
Hipotecarios e Inmuebles	20	\$ 0,21
Total general	234	\$ 84.971,17

Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

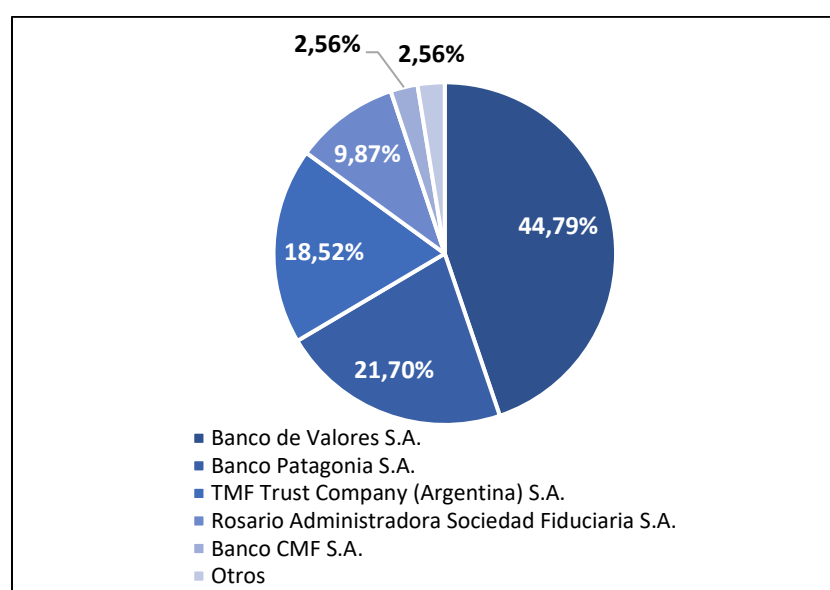
3.2.4 Emisiones de fideicomisos financieros período 2021-2022

De enero 2021 a diciembre 2022, se colocaron un total de 299 fideicomisos financieros en la Argentina, lo que significó 65 más que entre 2019 y 2020. En términos nominales, las emisiones sumaron un total de \$258.863,86 MM, de las cuales 277 fueron en moneda nacional, por un total de \$232.235,03 MM, 17 emitidas en dólar *linked*, por \$21.701,75 MM, y solo 5 en dólares estadounidenses, por un total de \$4.927,08 MM.

Las 299 colocaciones estuvieron a cargo de once fiduciarios. Con relación al monto colocado, Banco de Valores S.A. continuó liderando, sin embargo, a diferencia de años anteriores, en el top 5 (Gráfico N°7) disminuyó la concentración. De esta manera, la participación de los cinco mejores fue la siguiente: Banco de Valores S.A., con \$115.946,89 MM (44,79%), Banco Patagonia S.A. con \$56.179,80 MM (21,70%), TMF Trust Company (Argentina) S.A. con \$47.942,04 MM (18,52%), Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. con \$25.554,25 MM (9,87%), por último, Banco CMF S.A. con \$6.624,99 MM (2,56%).

Gráfico N°7

Porcentaje de fiduciarios en millones de pesos 2021-2022



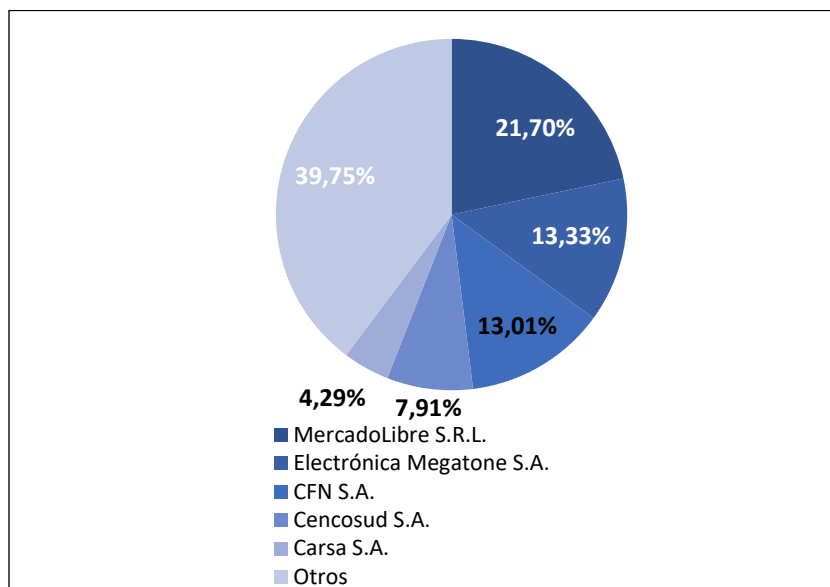
Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

De las 299 emisiones, participaron en total de 74 fiduciarios. Con relación al monto emitido, podemos observar una gran atomización entre los 5 primeros (Gráfico N°8), los cuales suman más del 60% de participación. Al igual que años anteriores, la lista de fiduciarios la encabezó una empresa de consumo, MercadoLibre S.R.L., quien, logró posicionarse como la más influyente en monto por un total de \$56.179,95 MM (21,70%). En segundo lugar, Electrónica Megatone S.A. con \$34.510,95 MM (13,334%), tercero CFN S.A. con \$33.681,49

MM (13,01%), cuarto Cencosud con \$20.487,87 MM (7,91%) y, por último, Carsa S.A., con \$11.101,36 MM (4,29%).

Gráfico N°8

Porcentaje de fiduciantes en millones de pesos 2021-2022



Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

Analizando la información por categorías, “consumos” siguió liderando. En el período de análisis anterior, los dos rubros más influyentes, en términos de montos, habían sido “consumos” y “agropecuarios”. Entre 2021 y 2022 continuaron siendo los más representativos (Tabla N°4). Asimismo, se observa un aumento significativo en términos nominales del rubro “hipotecarios e inmuebles” a pesar de haber disminuido la cantidad de emisiones, esto se debe principalmente a la colocación del fideicomiso financiero “Proyecto VIDA – Laboratorios Richmond”.

Tabla N°4

Categorías de fideicomisos emitidos 2021-2022

Categoría	Cantidad	Monto (en MM)
Consumo	200	\$ 202.069,64
Agropecuarios	35	\$ 20.260,19
Derechos de Cobro	38	\$ 14.090,34
Hipotecarios e Inmuebles	6	\$ 8.670,05
Infraestructura y Energía	7	\$ 6.323,01
Leasing	6	\$ 4.364,71
Prendarios	7	\$ 3.085,90
Total general	299	\$ 258.863,86

Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

3.3 Determinación del grado de cumplimiento de pago de la herramienta

Los hechos relevantes, en lo que respecta a la C.N.V., refieren a comunicaciones oficiales que deben realizar las empresas cotizantes, a los fines de poder mantener informado al público inversor. Estos hechos relevantes contienen información que podría afectar al título cotizante.

En la medida en que un fideicomiso financiero deje de pagar a sus inversores, se emite por parte del organismo controlar un aviso de no pago y, en consecuencia, se registra un hecho relevante. Los avisos de no pago pueden originarse por diferentes razones como, por ejemplo, por retrasos en las cobranzas debido a una estimación inadecuada del nivel de morosidad en la cartera.

La intención del presente trabajo es determinar cuántos hechos relevantes por avisos de no pago indicaron el *default* del título.

El primer relevamiento realizado por la autora fue investigar si existía algún registro taxativo de los fideicomisos financieros emitidos en la Argentina que hayan defaultado, o, en su defecto, un listado de hechos relevantes por incumplimiento de pago. De la búsqueda surgió que ninguno de esos listados eran públicos.

Solamente filtrando desde el buscador oficial de la página web de la C.N.V, por cada fideicomiso, se puede acceder a los avisos de pago y hechos relevantes de cada serie.

La falta de información pública sobre el incumplimiento de pago en todas las emisiones de fideicomisos financieros entre 2015-2022 y la extensión de la población bajo análisis presentaron la necesidad de definir una muestra de estudio.

3.3.1 Muestra

Se seleccionó una muestra para determinar la solidez del instrumento en función de la cantidad de fideicomisos financieros que presentaron hechos relevantes por aviso de no pago, lo que se interpreta como una caída en *default* del instrumento.

Como se mencionó anteriormente, la falta de una fuente exhaustiva que compile datos sobre los fideicomisos financieros que entraron en *default* en la Argentina y considerando la extensa población de estudio (1340 emisiones entre 2015 y 2022), se optó por analizar los hechos relevantes por avisos de no pago únicamente de las emisiones en el año 2022, considerando que se trata de las emisiones más recientes del periodo analizado y por contener una cantidad suficientemente grande y representativa de casos para investigar

3.3.1.1 Alcance la de la muestra

Se podrá determinar, con certeza, si alguno de los fideicomisos financieros emitidos en el año 2022 incurrió en cesación de pagos.

3.3.1.2 Limitaciones de la muestra

No se podrá demostrar de manera empírica cuántos fideicomisos financieros emitidos entre 2015 y 2022 incumplieron en el pago de servicios.

3.3.2 Análisis taxativo de las emisiones en la Argentina en el año 2022

El siguiente listado (Tabla N°5) incluye las series emitidas durante el año 2022. Se analizaron un total de 154 fideicomisos financieros, emitidos por 56 fiduciantes.

Del análisis surge que ninguna de las emisiones, a la fecha, se encuentra defaulteada.

Tabla N°5
Fideicomisos financieros emitidos en la Argentina año 2022

Denominación fideicomiso	Fecha de emisión	Fiduciario	Fiduciante	Hecho relevante por default
Secubono 213	06/01/2022	Banco de Valores S.A.	Carsa S.A.	No
Agrofina XXVII	19/01/2022	Banco de Valores S.A.	Agrofina S.A.	No
Red Surcos XXI	27/01/2022	Banco CMF S.A.	Red Surcos S.A.	No
Fiducar XV	31/01/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Asociación Mutual 18 de Julio	No
Megabono Crédito 256	31/01/2022	Banco de Valores S.A.	CFN S.A.	No
Confibono LXII	04/02/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Bazar Avenida S.A.; Consumo S.A.	No
Megabono 261	04/02/2022	Banco de Valores S.A.	Electrónica Megatone S.A.	No
AMFAyS 38	11/02/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Asociación Mutual de las Fuerzas Armadas y de Seguridad	No
Rotam FT II	16/02/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Rotam de Argentina Agroquímica S.R.L.	No
Clave Consumer Loans Trust I	17/02/2022	Banco de Valores S.A.	Clave Créditos S.A.	No
Consubond 174	18/02/2022	Banco de Valores S.A.	Frávega S.A.C.I. e I.	No
Mercado Crédito XIII	22/02/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Ruralco III	22/02/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Ruralco Soluciones S.A.	No
Secubono 214	23/02/2022	Banco de Valores S.A.	Carsa S.A.	No
Concepcion III	03/03/2022	Cohen S.A.	Cooperativa de Vivienda, Crédito y Consumo Concepción Ltda.	No
Megabono Crédito 258	07/03/2022	Banco de Valores S.A.	CFN S.A.	No
Red Surcos XXII	07/03/2022	Banco CMF S.A.	Red Surcos S.A.	No
Red Mutual 61	08/03/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Asociación Mutual Unión Solidaria	No
AMES XX	11/03/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Asociación Mutual de la Economía Solidaria	No
Megabono 263	15/03/2022	Banco de Valores S.A.	Electrónica Megatone S.A.	No

Cooperativa 2001 VI	16/03/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Cooperativa 2001 de Vivienda, Crédito y Consumo Ltda.	No
Elebar I	18/03/2022	Banco de Valores S.A.	Santa Mónica S.A.	No
RDA I	18/03/2022	Banco de Valores S.A.	RDA Renting S.A.	No
Venturino I	21/03/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Ricardo Venturino S.A.	No
Wenance I	22/03/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Wenance S.A.	No
CFA Créditos I	29/03/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Compañía Financiera Argentina S.A.	No
Centrocard Créditos II	30/03/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Centro Card S.A.	No
CCF Créditos 26	31/03/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	IUDU Compañía Financiera S.A.	No
Cuotas Cencosud XX	31/03/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Cencosud S.A.	No
Grupo Agroempresa I	31/03/2022	Banco CMF S.A.	Agroempresa Colón S.A.	No
Unicred Factoring XV	01/04/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Cooperativa de Crédito y Vivienda Unicred Ltda.	No
Collins II	05/04/2022	Banco de Servicios y Transacciones S.A.	Collins S.A.	No
Consubond 175	06/04/2022	Banco de Valores S.A.	Frávega S.A.C.I. e I.	No
Secubono 215	07/04/2022	Banco de Valores S.A.	Carsa S.A.	No
Supercanal I	07/04/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Supercanal S.A.	No
Megabono 265	11/04/2022	Banco de Valores S.A.	Electrónica Megatone S.A.	No
Multiplycard Créditos I	11/04/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Multiplycard S.A.	No
Megabono Crédito 260	18/04/2022	Banco de Valores S.A.	CFN S.A.	No
Confibono LXIII	19/04/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Bazar Avenida S.A.; Consumo S.A.	No
Mercado Crédito XIV	21/04/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Tarjeta Fértil XVIII	22/04/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Fértil Finanzas S.A.	No
MIS XX	25/04/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Mutual Integral de Servicios	No
Agrofina XXVIII	29/04/2022	Banco de Valores S.A.	Agrofina S.A.	No
Red Surcos XXIII	29/04/2022	Banco CMF S.A.	Red Surcos S.A.	No
Megabono Crédito 262	02/05/2022	Banco de Valores S.A.	CFN S.A.	No
Secubono 216	04/05/2022	Banco de Valores S.A.	Carsa S.A.	No
Agree I	05/05/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Agree Market S.A.	No
Ceibo Créditos III	06/05/2022	Cohen S.A.	Ceibo Créditos S.A.	No
Mercado Crédito Consumo VIII	06/05/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Cuotas Cencosud XXI	09/05/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Cencosud S.A.	No
Red Mutual 62	09/05/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Asociación Mutual Unión Solidaria (AMUS)	No
Megabono 267	20/05/2022	Banco de Valores S.A.	Electrónica Megatone S.A.	No
Infraestructura Pública Eléctrica Tramo XII	23/05/2022	Fiduciaria del Norte S.A.	SECHEEP (Serv.Eneg.del Chaco Emp.Estado Prov.	No
Decréditos XVII	26/05/2022	Banco de Valores S.A.	Decréditos S.A.	No

Grupo Agroempresa II	26/05/2022	Banco CMF S.A.	Agroempresa Colón S.A.	No
Secubono 217	30/05/2022	Banco de Valores S.A.	Carsa S.A.	No
Clave II	31/05/2022	Banco de Valores S.A.	Fideicomiso Financiero Privado "Clave Consumer Loans Trust I"	No
Insuagro IX	31/05/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Insumos Agroquímicos S.A.	No
Red Surcos XXIV	31/05/2022	Banco CMF S.A.	Red Surcos S.A.	No
Waynimóvil II	31/05/2022	Banco de Crédito y Securitización S.A.	Waynicoin S.A.	No
Consubond 176	08/06/2022	Banco de Valores S.A.	Frávega S.A.C.I. e I.	No
Mercado Crédito Consumo IX	08/06/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Metalcred V	08/06/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Metalfor S.A.	No
Cuotas Cencosud XXII	09/06/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Cencosud S.A.	No
Fiducar XVI	16/06/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Asociación Mutual 18 de Julio	No
AMFAyS 39	22/06/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Asociación Mutual de las Fuerzas Armadas y de Seguridad	No
Moni Mobile V	24/06/2022	Banco de Valores S.A.	Moni Online S.A.	No
Red Mutual 63	29/06/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Asociación Mutual Unión Solidaria (AMUS)	No
Collins III	30/06/2022	Banco de Servicios y Transacciones S.A.	Collins S.A.	No
Cuotas Cencosud XXIII	30/06/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Cencosud S.A.	No
Mercado Crédito XV	30/06/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Red Surcos XXV	30/06/2022	Banco CMF S.A.	Red Surcos S.A.	No
Unicred Factoring XVI	30/06/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Cooperativa de Crédito y Vivienda Unicred Ltda.	No
Megabono 269	04/07/2022	Banco de Valores S.A.	Electrónica Megatone S.A.	No
Megabono Crédito 264	08/07/2022	Banco de Valores S.A.	CFN S.A.	No
Secubono 218	08/07/2022	Banco de Valores S.A.	Carsa S.A.	No
Tecnovax I	14/07/2022	Banco CMF S.A.	Tecnovax S.A.	No
Concepción IV	15/07/2022	Cohen S.A.	Cooperativa de Vivienda, Crédito y Consumo Concepción Ltda.	No
Confibono LXIV	20/07/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Bazar Avenida S.A.; Consumo S.A.	No
Metalcred VI	20/07/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Metalfor S.A.	No
Mercado Crédito Consumo X	22/07/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Pelayo I	26/07/2022	Banco CMF S.A.	Pelayo Agronomía S.A.	No
Consubond 177	29/07/2022	Banco de Valores S.A.	Frávega S.A.C.I. e I.	No
Cooperativa 2001 VII	02/08/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Cooperativa 2001 de Vivienda, Crédito y Consumo Ltda.	No
Credipaz 21	06/08/2022	Banco de Valores S.A.	Credi-Paz S.A.	No
Red Surcos XXVI	09/08/2022	Banco CMF S.A.	Red Surcos S.A.	No
Mercado Crédito Consumo XI	10/08/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No

Megabono 271	11/08/2022	Banco de Valores S.A.	Electrónica Megatone S.A.	No
Ruralco IV	11/08/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Ruralco Soluciones S.A.	No
Secubono 219	12/08/2022	Banco de Valores S.A.	Carsa S.A.	No
MIS XXI	16/08/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Mutual Integral de Servicios	No
Red Mutual 64	22/08/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Asociación Mutual Unión Solidaria (AMUS)	No
Invernea Proteína PyME II	25/08/2022	CFA Compañía Fiduciaria Americana S.A.	Invernea S.R.L.	No
CFA Créditos II	26/08/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Compañía Financiera Argentina S.A.	No
Megabono Crédito 266	29/08/2022	Banco de Valores S.A.	CFN S.A.	No
Mercado Crédito Consumo XII	29/08/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Red Surcos XXVII	31/08/2022	Banco CMF S.A.	Red Surcos S.A.	No
Confibono LXV	07/09/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Bazar Avenida S.A.; Consumo S.A.	No
Pareto I	15/09/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Espacio Digital S.A.	No
Megabono 273	20/09/2022	Banco de Valores S.A.	Electrónica Megatone S.A.	No
AMES XXI	21/09/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Asociación Mutual de la Economía Solidaria	No
Boglich III	23/09/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Franklin Santiago Boglich S.R.L.	No
Unicred Factoring XVII	26/09/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Cooperativa de Crédito y Vivienda Unicred Ltda.	No
Consubond 178	27/09/2022	Banco de Valores S.A.	Frávega S.A.C.I. e I.	No
Mercado Crédito Consumo XIII	27/09/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Secubono 220	30/09/2022	Banco de Valores S.A.	Carsa S.A.	No
Megabono Crédito 268	04/10/2022	Banco de Valores S.A.	CFN S.A.	No
Aginco I	06/10/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Mutual del Agro, la Industria y el Comercio de Santa Fe	No
Red Surcos XXVIII	06/10/2022	Banco CMF S.A.	Red Surcos S.A.	No
Cuotas Cencosud XXIV	11/10/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Cencosud S.A.	No
Elebar II	11/10/2022	Banco de Valores S.A.	Santa Mónica S.A.	No
Venturino II	14/10/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Ricardo Venturino S.A.	No
Confibono LXVI	20/10/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Bazar Avenida S.A.; Consumo S.A.	No
Decréditos XVIII	21/10/2022	Banco de Valores S.A.	Decréditos S.A.	No
Megabono 275	25/10/2022	Banco de Valores S.A.	Electrónica Megatone S.A.	No
Mercado Crédito XVI	31/10/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Tarjeta Fértil XIX	31/10/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Fértil Finanzas S.A.	No
HAB IV	03/11/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Hector A. Bertone S.A.	No
AMFAyS 40	04/11/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Asociación Mutual de las Fuerzas Armadas y de Seguridad	No
Megabono Crédito 270	07/11/2022	Banco de Valores S.A.	CFN S.A.	No

Mercado Crédito Consumo XIV	07/11/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Clave III	09/11/2022	Banco de Valores S.A.	Fideicomiso Financiero Privado "Clave Consumer Loans Trust I"	No
Multiplycard Créditos II	10/11/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Multiplycard S.A.	No
Metalcred VII	17/11/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Metalfor S.A.	No
Red Mutual 65	17/11/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Asociación Mutual Unión Solidaria (AMUS)	No
Secubono 221	17/11/2022	Banco de Valores S.A.	Carsa S.A.	No
Cuotas Cencosud XXV	18/11/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Cencosud S.A.	No
Megabono 277	18/11/2022	Banco de Valores S.A.	Electrónica Megatone S.A.	No
Moni Mobile VI	18/11/2022	Banco de Valores S.A.	Moni Online S.A.	No
Mercado Crédito XVII	22/11/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Sucrédito XXXIII	24/11/2022	Banco de Valores S.A.	Valle Fértil S.A.	No
Accicom Préstamos Personales XII	25/11/2022	Banco de Valores S.A.	Accicom S.A.	No
MIS XXII	30/11/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Mutual Integral de Servicios	No
Diesel Lange I	05/12/2022	Banco CMF S.A.	Diesel Lange S.R.L.	No
Mercado Crédito Consumo XV	05/12/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Ruralco V	05/12/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Ruralco Soluciones S.A.	No
Confibono LXVII	12/12/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Bazar Avenida S.A.; Consumo S.A.	No
Megabono Crédito 272	12/12/2022	Banco de Valores S.A.	CFN S.A.	No
Secubono 222	12/12/2022	Banco de Valores S.A.	Carsa S.A.	No
Ceibo Créditos IV	14/12/2022	Cohen S.A.	Ceibo Créditos S.A.	No
CFA Créditos III	16/12/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Compañía Financiera Argentina S.A.	No
Voii 1	16/12/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Banco Voii S.A.; Asociación Mutual Unión Solidaria (AMUS)	No
Mercado Crédito XVIII	19/12/2022	Banco Patagonia S.A.	MercadoLibre S.R.L.	No
Consubond 179	20/12/2022	Banco de Valores S.A.	Frávega S.A.C.I. e I.	No
Wenance II	20/12/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Wenance S.A.	No
Agro Solutions DVA IV	22/12/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	AGM Argentina S.A.	No
Collins IV	22/12/2022	Banco de Servicios y Transacciones S.A.	Collins S.A.	No
Cooperativa 2001 VIII	22/12/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Cooperativa 2001 de Vivienda, Crédito y Consumo Ltda.	No
Centrocard Créditos III	26/12/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Centro Card S.A.	No
Cuotas Cencosud XXVI	27/12/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Cencosud S.A.	No
Insuagro X	27/12/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Insumos Agroquímicos S.A.	No
Findo I	29/12/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Sift S.A.	No

Metalcred VIII	29/12/2022	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.	Metalfor S.A.	No
Unicred Factoring XVIII	29/12/2022	TMF Trust Company (Argentina) S.A.	Cooperativa de Crédito y Vivienda Unicred Ltda.	No

Fuente: Elaboración propia en base a datos de C.N.V.

3.3.2.1 Determinación del grado de cumplimiento de pago de la herramienta.

Del análisis de cada una de las series emitidas en el año 2022, surge que, a la fecha, ninguna presenta aviso de no pago con posterior caída en *default* del instrumento. Bajo estos datos, la autora afirma la robustez de la herramienta, basándose en las consultas de los hechos relevantes de las emisiones del mencionado año.

Sin embargo, reconoce la imposibilidad de extender empíricamente tal afirmación a la totalidad de los fideicomisos financieros emitidos en el periodo 2015-2022, dada la extensión de la población bajo estudio. Asimismo, la autora reconoce la existencia de al menos un fideicomiso financiero defaultado en el periodo, “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”, del cual se tiene conocimiento por el fuerte impacto en el mercado y en la opinión pública (medios especializados, foros, etc.)

Si bien no es posible verificarlo mediante la observación directa de datos publicados, se realizaron consultas a profesionales en la materia, con vasta experiencia en el mercado de capitales, a agencias calificadoras de riesgo y a fiduciarios profesionales, sobre la existencia de fideicomisos emitidos en el período 2015-2022 que hayan caído en cesación de pagos. El caso más mencionado en las consultas realizadas fue el de la transacción “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”, en segundo lugar, se reconoce en las consultas realizadas el *default* de los fideicomisos financieros “TARJETA ACTUAL”, serie XXV a XXX.

A su vez, se mencionó a los fideicomisos financieros “CREDINAMICOS”, serie IV, V y VI que incumplieron en el pago de servicios entre 2015-2022. Sin embargo, los mismos quedan fuera de la población de estudio por tratarse de series emitida con anterioridad al 2015.

En consecuencia, asumiendo la posibilidad de que no sean los únicos casos, se podría interpretar en principio que de 1340 emisiones entre 2015-2022, solo las mencionadas anteriormente incumplieron en el pago de servicios, deviniendo en el *default* del instrumento.

4 Caso de estudio

4.1 Fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”

En el presente capítulo, se analiza en profundidad el fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII” (en el marco del Programa Global de Valores de Deuda Fiduciaria, “VICENTIN EXPORTACIONES” por un V/N de hasta USD 300.000.000).

La elección radica en el interés por identificar qué factores influyeron en el incumplimiento de pago de servicio en lo que constituyó el default con mayor impacto en el mercado de capitales del período bajo análisis.

La mayor parte de la información contenida en este capítulo fue extraída del suplemento de prospecto⁸ de la serie bajo análisis, por ser la información con la que contaban los inversores al momento de la colocación.

La autora opta por omitir en la descripción del fiduciante, información sobre el estado de situación patrimonial, estado de resultado y flujo efectivo de fondos, ya que, a la fecha de análisis, aún no se define la sostenibilidad de los mismos, caso que se encuentra, al momento de la redacción de este trabajo, en proceso judicial.

4.1.1 *Vicentin S.A.I.C.*

4.1.1.1 *Historia*

Los orígenes de Vicentin S.A.I.C. se remontan a 1929, cuando comenzó funcionando como acopiadora de algodón y ramos generales.

En 1943, en Avellaneda (Santa Fe), la sociedad incursionó en la fabricación de aceites vegetales y la industrialización de semillas de lino, algodón y maní.

A partir de 1966 alcanza dimensiones industriales relevantes cuando incorporó en la molienda de semillas, el proceso de extracción por medio de solventes. Gracias a esta nueva incursión y a las posibilidades que brindaba el país como productor de materia prima, la compañía creció exponencialmente, logrando la construcción de su segunda planta en 1979, en San Lorenzo (Santa Fe), destinada a la molienda de soja y girasol. Los volúmenes de producción obtenidos con este avance, permitieron exportar lo manufacturado de aceites, harinas y pellets, desde su propia terminal de embarque, en San Lorenzo.

Con el impulso de la apertura comercial al resto del mundo, en 1997 gracias a la construcción de una tercera planta en el mismo complejo, se logró duplicar la capacidad de molienda de soja (10.000 toneladas por día).

⁸ El suplemento de prospecto se encuentra publicado en la página web de la C.N.V.
<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/FideicomisosFinancieros/Fideicomiso?fideicomiso=81612&formtypeid=2>

En 1998, en el mercado interno, se comenzó a comercializar aceite de girasol y de oliva. Por su parte, la incursión en productos agroquímicos llegó en el año 2000, con la producción de herbicidas e insecticidas.

En el año 2004, debido a la creciente exigencia de los mercados internacionales, se constituyó en la República Oriental del Uruguay una sucursal denominada “Vicentin S.A.I.C. Sucursal Uruguay”, la cual podía realizar todo tipo de operaciones comerciales, industriales y financieras vinculadas con el objeto social de la casa matriz.

Como parte de un proceso de expansión, la cuarta planta en San Lorenzo (Santa Fe) se inauguró en el año 2005. De esta manera la capacidad de molienda alcanzó las 20,650 toneladas por día. En ese mismo año, inicia sus actividades Vicentin Paraguay S.A. como agente de comercialización de soja.

En el año 2007, se inauguró una planta de producción de biodiesel en el parque industrial de Avellaneda (Buenos Aires). De esta manera, Vicentin S.A.I.C. se convirtió en la primera empresa de exportación de biodiesel en el país. En ese mismo año, mediante un joint venture entre Oleaginosa Moreno Hermanos S.A. y Vicentin S.A.I.C., surge Renova S.A., que para el año 2010 ya contaba con dos plantas de biodiesel, con producción de 250.000 toneladas al año cada una, y dos plantas con capacidad de 50.000 toneladas al año cada una de refinería de glicerina. En ese mismo año, Molinos Río de la Plata S.A. ingresó como socio en Renova S.A.

Con la construcción del complejo oleaginoso más moderno y grande del mundo, en 2011 Renova S.A. alcanzó una capacidad diaria de elaboración de 20.000 toneladas por día, además de tener capacidad de despechar 6.600.000 toneladas al año de aceites y harinas de soja desde su terminal de embarque, y una planta de generación de energía con una capacidad de 60 mw/h.

En el año 2012 se puso en marcha una planta de bio-etanol, la que también producía como subproducto 340 toneladas diarias de burlanda húmeda de maíz/sorgo, la cual, mediante un proceso de secado, se transformaba en granos de destilación secos con solubles.

A fines de 2013, una vez finalizada la construcción del complejo oleaginoso de Renova S.A. Timbues, Vicentin S.A.I.C. y Oleaginosa Moreno Hermanos S.A., adquieren la totalidad de la tenencia accionaria que poseía Molinos Río de la Plata S.A. en Renova S.A. De esta manera, Vicentin S.A.I.C. alcanzó una capacidad de molienda de 3.000 toneladas diarias.

En el año 2018, Renova S.A. mediante una inversión de más de USD 400 MM, duplicó su capacidad de embarque y almacenamiento, logrando de esta manera exportar granos sin industrializar y aumentar en un 50% la capacidad de molienda de la planta.

4.1.1.2 Clientes de Vicentin S.A.I.C.

Las exportaciones de Vicentin S.A.I.C. representaban más del 90% de las ventas, sus clientes eran los principales *traders* internacionales de cereales y oleaginosas, quienes

colocaban estos productos en el mercado indio, sudeste asiático, cercano oriente y Europa. En el Tabla N°6, se puede observar el porcentaje de créditos otorgados a los principales clientes (importadores elegibles) por exportaciones de harina, aceite y pellets de soja.

Tabla N°6
Porcentaje de créditos otorgados a los principales clientes 2016-2019

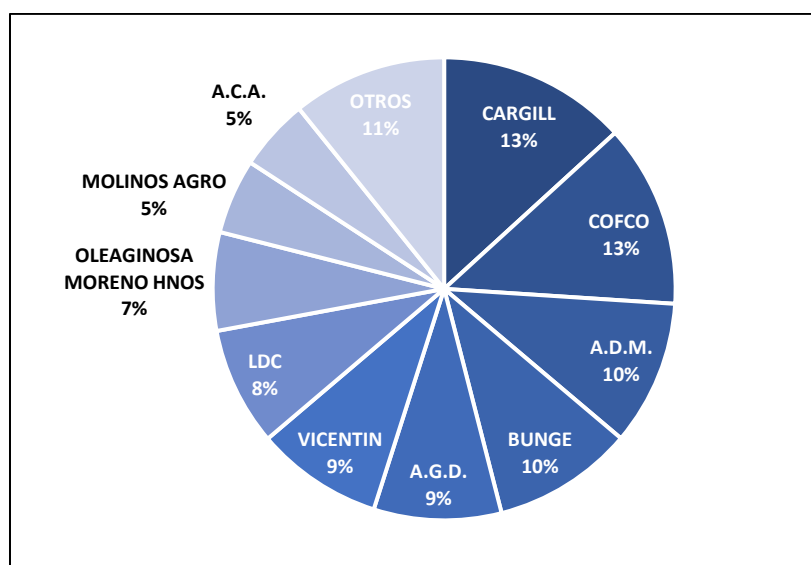
Cliente	31/10/2016	31/10/2017	31/10/2018	31/1/2019 (12 meses)
Glencore Grain BV - Glencore Agriculture BV	47,63%	29,38%	30,11%	29,21%
Cefetra B.V.	1,99%	2,00%	1,34%	1,49%
Archer Daniels Midland Co.	16,83%	9,66%	14,61%	12,80%
Louis Dreyfus Negoce SAS	5,49%	7,54%	6,61%	7,45%
COFCO Resources S.A. (Ex Nidera)	5,68%	10,26%	10,51%	12,06%
Bunge Agritrade S.A.	1,62%	1,86%	3,32%	1,75%
Cargill Inc.	0,00%	1,91%	4,23%	5,74%
Engelhart (Ex BTG Pactual Commodities SA)	5,13%	3,07%	0,00%	0,00%
NOBLE RESOURCES S.A.	4,24%	0,33%	0,00%	0,00%
Mitsui & Co. Inc.	0,00%	2,44%	3,15%	2,78%
Restantes clientes	11,38%	31,55%	26,13%	26,73%

Fuente: Suplemento de prospecto fideicomiso financiero "VICENTIN EXPORTACIONES VIII"

4.1.1.3 Principales competidores – exportaciones

La escala de producción y la localización, tanto cerca de los centros de abastecimiento de granos, como de los puertos de salida de la producción, representaban ventajas competitivas de Vicentin S.A.I.C. en relación a otras empresas de menor participación del sector. En el Gráfico N°9 se puede observar el porcentaje de participación, medido en toneladas, de los principales exportadores en el año 2018. La participación se analizó por el total de las exportaciones de cereales, oleaginosas, aceites y subproductos.

Gráfico N°9
Principales exportadores de cereales, oleaginosas, aceites y subproductos (x TN) -2018



Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAGPyA

4.1.2 Suplemento de prospecto

4.1.2.1 Resumen de términos y condiciones

Uno de los apartados principales en el suplemento de prospecto del fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”, es el cuadro resumen de términos y condiciones. En este se detallan brevemente los aspectos esenciales del fideicomiso, como ser: descripción de los participantes, detalle de los bienes fideicomitados, calificaciones de los títulos, períodos de devengamiento, fecha de pago de servicios, moneda de emisión, entre otros datos de interés para los inversores. En la Tabla N°7 se mencionan solo algunos de los conceptos más relevantes que se exponen en dichos términos:

Tabla N°7

Términos y condiciones fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”

Fiduciario y emisor	TMF Trust Company (Argentina) S.A., en tal carácter y no a título personal.
Fiduciante, fideicomisario y administrador	Vicentin S.A.I.C.
Organizador	Banco Itaú Argentina S.A.
Colocadores principales	Banco Itaú Argentina S.A., Banco de la Provincia de Buenos Aires, Nuevo Banco de Santa Fe S.A. y BACS Banco de Crédito y Securitización S.A.
Co-colocador	Rosental S.A.
Asesor Financiero	First Corporate Finance Advisors S.A.
Asesor impositivo y auditor externo	KPMG
Agente de control y revisión	Daniel H. Zubillaga en carácter de agente de control y revisión titular, y Víctor Lamberti, Guillermo A. Barbero, y Luis A Dubiski, en carácter de agentes de control y revisión suplentes.
Asesores legales del fideicomiso	Marval, O'Farrel & Mairal
Asesores legales del fiduciante	Nicholson y Cano Abogados
Calificadora	FIX SCR S.A.
Activos subyacentes	1) Créditos que se originen por operaciones de exportación bajo los contratos de exportación afectados por un importe neto de USD 69.000.000 que excede en USD 16.449.610 el monto que resulta de aplicar el requisito de cobertura suficiente contemplado el VN máximo emitido. 2) Todo producido, renta, amortización, indemnización, fruto, accesión y derecho que se obtenga de dichos créditos o de la inversión de fondos líquidos disponibles. 3) Dos pagarés a la vista y sin protesto librados por el fiduciante a favor del fiduciario, con imputación al FF por le VN de los VDF a emitir, los que devengarán un interés igual al estipulado para la serie, con cláusula "no a la orden". 4) Derechos correspondientes a la cesión de saldos de la cuenta local.
Criterios de elegibilidad	

	Principales traders internacionales de cereales que son destinatarios de la mayoría de las exportaciones de Vicentin, denominados "importadores elegibles".
Montos de emisión de cada clase	VDFA: V/N mínimo de U\$S 20.000.000 ampliable por hasta un V/N máximo de U\$S 45.000.000 VDFS: V/N mínimo de U\$S 2.000.000 ampliable por hasta un V/N máximo de U\$S 5.000.000
Moneda de emisión, integración y pagos	Los VDF se emiten en dólares y la moneda de integración y pago es el dólar.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del suplemento de prospecto fideicomiso financiero "VICENTIN EXPORTACIONES VIII"

4.1.2.2 Análisis de los activos subyacentes

Se considera necesario definir dos conceptos claves para el entendimiento de los bienes fideicomitidos.

- "Operaciones de exportación": hacían referencia a las exportaciones de ciertos commodities que en el futuro realizaría el fiduciante, conforme a contratos individuales o comprensivos de múltiples exportaciones a plazo, celebrados únicamente con importadores elegibles.
- "Exportaciones imputadas": referenciaba a las operaciones de exportación en virtud de los contratos de exportación afectados y/o los contratos por operaciones de exportación que realizara el fiduciante con importadores elegibles, relativas a mercadería con embarques efectivamente realizado.

Según se detalla en el suplemento de prospecto, el fideicomiso tenía como principal activo los créditos que se originaran por las operaciones de exportación que en el futuro el fiduciante realizaría bajo los contratos de exportación afectados, de los siguientes productos (bajo condición F.O.B):

- Aceite crudo de soja.
- Harina de soja.
- Aceite crudo de girasol
- Pellets de girasol
- Cereales (maíz, trigo y/o sorgo)
- Biodiesel

Condición "F.O.B" refería al término "*Free on Board*", el cual es exclusivo del transporte marítimo; consiste en una condición de venta, por medio de la cual la responsabilidad de carga de la mercancía en el barco escogido por el comprador es del vendedor. Una vez que la mercadería se embarca y que el capitán del barco entrega al vendedor el cumplimiento de embarque, la misma pasa a ser responsabilidad del importador y da derecho a su cobro. Por lo tanto, cualquier siniestro a partir de ese momento queda a cargo del comprador/importador. Para el caso de las operaciones de exportación afectadas al fideicomiso, Vicentin S.A.I.C. no contaba con seguros que cubran el riesgo de incobrabilidad por sus exportaciones.

Los contratos afectados a la serie VIII, eran:

CONTRATO 1:

- Número de contrato de exportación: JJH 23948
- Fecha de celebración: 1 de febrero de 2019.
- Vendedor: Vicentin SAIC
- Comprador: Glencore Agriculture BV – Rotterdam/Holanda
- Objeto: 30.000 toneladas métricas de harina de soja +/-10% entrega junio 2020.
- GAFTA N° 39 – incluido el Reglamento de Arbitraje N°125.

CONTRATO 2:

- Número de contrato de Exportación: JJH 23949
- Fecha de celebración: 1 de febrero de 2019.
- Vendedor: Vicentin SAIC
- Comprador: Glencore Agriculture BV – Rotterdam/Holanda
- Objeto: 200.000 toneladas métricas de harina de soja argentina +/- 10% entregas mensuales de febrero de 2020 a mayo de 2020
- GAFTA N° 39 – incluido el Reglamento de Arbitraje N°125.

La instrumentación de los contratos afectados se formalizaba con referencia a los contratos standard GAFTA (*Grain and Feed Trade Association*) N°39, en el caso de harina de soja, y, en el caso de aceites, con referencia al contrato FOSFA (*Federation of Oils, Seeds and Fats Associations*). Uno de los mayores beneficios de la utilización de dichos contratos, en caso de conflicto entre las partes, era que se sometían a un arbitraje internacional.

La concertación de los contratos se realizaba por medio de un corredor designado. En el 90% de los casos, Vicentin S.A.I.C. confiaba este rol a uno de los corredores más reconocidos y con mayor renombre, J.J.Hinrichsen S.A.

El precio de la mercadería podía ser con precio ya fijado o a fijar, con referencia al precio del *Chicago Board of Trade* (CBOT) del mes correspondiente a la fijación.

Los contratos de exportación afectados y las operaciones de exportación a ceder debían ser celebrados únicamente con algunos de los denominados “importadores elegibles”.

Vicentin S.A.I.C. enumeraba taxativamente en el suplemento de prospecto de la emisión, junto con una breve descripción, cada uno de los importadores elegibles. La importancia de distinguirlos radicaba en la fiabilidad que la trayectoria y experiencia de dichas empresas brindaba para el cumplimiento de los contratos.

Los importadores elegibles eran, Glencore Agriculture BV (antes Glencore Grain BV), Rotterdam; Alfred C. Toepfer International G.m.b.H., Hamburg; Archer Daniels Midland Co., Illinois; Engelhart CTP (Switzerland) S.A. (ex-BTG Pactual Commodities S.A.), CEFETRA Trading B.V, Rotterdam; Cargill Inc., USA; Louis Dreyfus Negoce SAS, Paris (including Nethgrain N.V. (Netherlands) y Urugrain SA (Uruguay); o con compañías afiliadas a los siguientes grupos: “Glencore” group, “Alfred C. Toepfer” group, “Archer Daniels Midland” group, Bunge Agritrade S.A., COFCO Resources S.A., Switzerland (Group) y “Louis Dreyfus” group; como así también con las compañías Gunvor International B.V. Amsterdam, Trafigura Beheer

B.V. Amsterdam, Trafigura Beheer B.V., Amsterdam, CAM Negoce, Paris y Amaggi Europe B.V., Rotterdam.

En cuanto a las modalidades de cobro de las operaciones de exportación, se preveían dos opciones:

- In trust o en confianza: consistía en entregar los documentos de embarque cuya tenencia demostraba la propiedad de la mercadería (*bill of lading*, certificados de calidad, etc.) en las oficinas del cliente en Buenos Aires, para que a las 48 horas realice el pago.
- Se entregaba la documentación de embarque a un banco que realizaba la gestión de cobranza.

Esto se decidía según el conocimiento del cliente, que en algunos casos registraban una trayectoria e importancia crediticia superior a bancos de primera línea.

Adicionalmente, como garantía, se habían librado dos pagarés en dólares por el fiduciante a favor del fiduciario, con cláusula de prórroga del plazo legal de presentación al cobro, de manera que el plazo exceda el vencimiento de los VDF. Los pagarés fueron imputados al fideicomiso por un monto equivalente al valor nominal máximo de cada clase.

4.1.2.3 Política de cobranza

Vicentin S.A.I.C., que actuaba como administrador, según se detalla en el Gráfico N°10, percibía las cobranzas en una cuenta del exterior y, dentro de los tres días hábiles posteriores de acreditada la cobranza, debía transferir a la cuenta fiduciaria en dólares fondos hasta un importe equivalente al monto del próximo servicio a pagar, a la reposición del fondo de gastos y demás conceptos que determinara el contrato suplementario. A su vez, le correspondía transferir a la cuenta local (respecto de la cual, el fiduciante otorga poder suficiente al fiduciario para operarla), fondos disponibles necesarios para cumplir con el requisito de cobertura suficiente. De existir fondos remanentes, los mismos eran de libre disponibilidad para el fiduciante.

La cobertura suficiente significaba que, a la fecha de cálculo⁹ y en forma conjunta:

- (A) La suma de
 - el saldo de la cuenta local, al tipo de cambio "A" 3500 del día hábil inmediato anterior a la fecha de cálculo,
 - el saldo de la cuenta fiduciaria,
 - los importes invertidos con imputación al fondo de gastos,

⁹ Se describe en el suplemento de prospecto, como fecha de cálculo, al quinto día hábil inmediato anterior a la fecha de pago de servicios.

- el importe neto del flujo futuro correspondiente a las operaciones de exportación bajo los contratos de exportación afectados (a última cotización disponible de la mercadería).

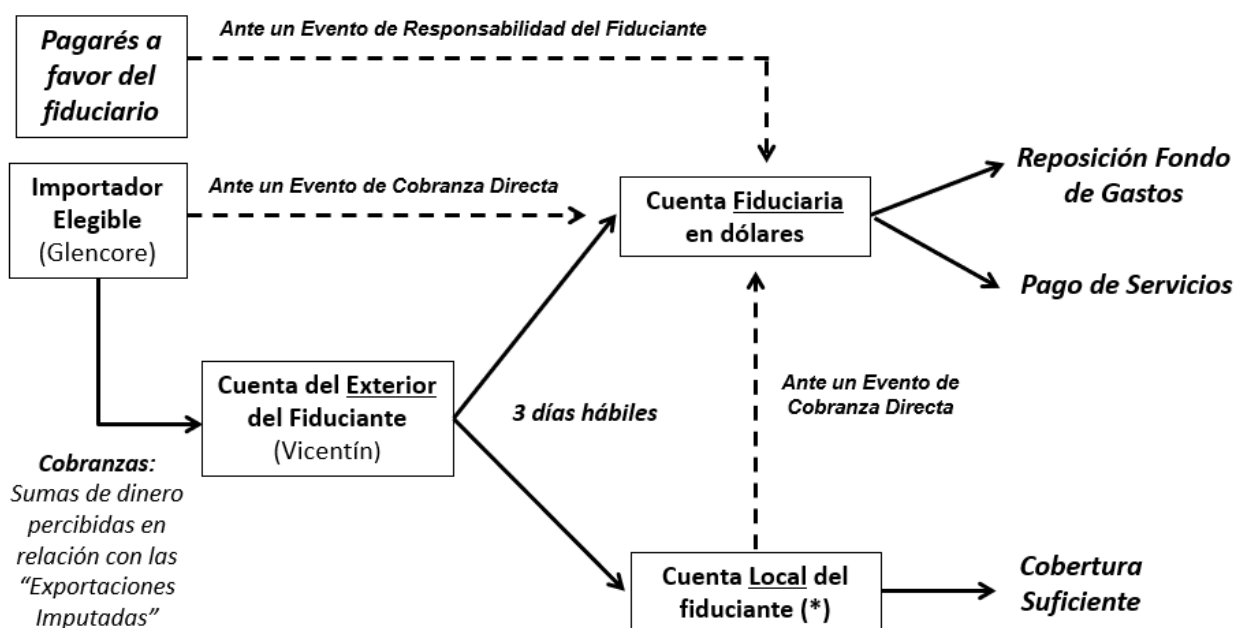
Debía ser mayor o igual que la suma de 1,15 veces la suma del saldo de los valores de deuda fiduciaria emitidos más los intereses a devengar; y el valor establecido para el fondo de gastos.

- (B) La suma de
 - el saldo de la cuenta local, al tipo de cambio "A" 3500 del día hábil inmediato anterior a la fecha de cálculo,
 - el saldo de la cuenta fiduciaria,
 - Los importes invertidos con imputación al fondo de gastos.

Debía ser mayor o igual que la suma del próximo pago de servicios; y el valor establecido para el fondo de gastos.

Gráfico N°10

Política de Cobranzas Fideicomitadas



Fuente: Elaboración propia en base a datos del suplemento de prospecto fideicomiso financiero "VICENTIN EXPORTACIONES VIII"

El contrato suplementario, detallaba situaciones previstas causales de:

- Transferencia directa de cobranzas a la cuenta fiduciaria en dólares y transferencias de fondos depositados en la cuenta local a la cuenta fiduciaria (eventos de cobranza directa). Las situaciones previstas eran: (I) en caso de verificarse un evento especial, (II) medida cautelar o ejecutiva sobre la cuenta del exterior y/o sobre la cuenta local, salvo que la medida no afectara la disponibilidad de los fondos allí acreditados (III) cierre de la cuenta

del exterior o la cuenta local, (IV) omisión por parte del fiduciante de informar al fiduciario el acaecimiento de las situaciones detalladas.

- Ejecución de los pagarés cedidos al fideicomiso (eventos de responsabilidad del fiduciante). Las situaciones previstas eran (I) en caso de falta de pago de servicios mayor a 30 días, (II) impugnación que impidiese la continuidad del fideicomiso, o derive en insuficiencia de bienes fideicomitados, (III) sentencia firme sobre información apócrifa suministrada por el fiduciante.

Los eventos especiales considerados en el contrato suplementario, eran: (a) mora mayor a 30 días en el pago de servicios, (b) cancelación de oferta pública por resolución firme de la C.N.V. y/o los mercados autorizados donde se listan los valores de deuda fiduciaria, (c) falta de cumplimiento en tiempo y forma por parte del fiduciante de cualquier obligación establecida en el contrato a excepción del incumplimiento del requisito de cobertura suficiente. Si dicho incumplimiento era remediable, el evento especial se consideraba ocurrido si el incumplimiento no era remediado por el fiduciante dentro de los 10 días hábiles de intimado al efecto por el fiduciario, (d) si no se daba cumplimiento al requisito de cobertura suficiente, y dicha situación se mantenía vigente por hasta la fecha de cálculo siguiente sin que se subsanara, (e) ante insuficiencia de bienes fideicomitados para afrontar los gastos del fideicomiso, (f) medidas gubernamentales que afectaran adversa y significativamente al fiduciante o a los derechos del fiduciario o de los beneficiarios y dichas medidas no eran subsanadas en tiempo y forma para restablecer tales derechos, (g) ante la imposición de cualquier tributo y/ o carga sobre los créditos que afectara adversamente de manera sustancial la continuación del fideicomiso, conforme lo dictaminara el asesor impositivo.

4.1.2.4 Flujo de fondos teórico

Los contratos cedidos (Tabla N°8) solo eran afectados al fideicomiso en función del valor nominal emitido. Esto quedaba explicitado en el aviso de colocación.

Tabla N°8
Contratos cedidos

CONTRATO 1

Mes	Toneladas	Precio	Monto a exportar
jun-20	30.000	300	9.000.000 USD
Total	30.000		9.000.000 USD

CONTRATO 2

Mes	Toneladas	Precio	Monto a exportar
feb-20	50.000	300	15.000.000 USD
mar-20	50.000	300	15.000.000 USD
abr-20	50.000	300	15.000.000 USD
may-20	50.000	300	15.000.000 USD
Total	200.000		60.000.000 USD

Fuente: Elaboración propia en base al suplemento de prospecto fideicomiso financiero "VICENTIN EXPORTACIONES VIII"

4.1.2.5 Estructura

En contraprestación a la cesión de los créditos, la estructura de la serie VIII (Tabla N°9), contemplaba la emisión de los siguientes valores de deuda fiduciaria:

- Valores de deuda fiduciaria clase A, por un valor nominal de USD 20.000.000 y hasta un valor nominal máximo de USD 45.000.000. Con un plazo de duración de 14 meses, contados desde la fecha de emisión. Otorgaban el derecho al cobro de: (a) en concepto de interés, una tasa fija del 4% nominal anual sobre saldo de capital, devengado durante cada período de devengamiento¹⁰, pagadero mensualmente desde el mes 11 contado desde la fecha de emisión y (b) en concepto de amortización, cuatro pagos a los 11, 12, 13 y 14 meses contados desde la fecha de emisión.
- Valores de deuda fiduciaria subordinados, por un valor nominal de USD 2.000.000 y hasta un valor nominal máximo de USD 5.000.000 El suplemento establecía como requisito que el valor nominal por el cual se emitiera el VDF subordinado, no debía representar una proporción menor del 10% del valor nominal suscrito por el VDFA. Se establecía para este título un plazo de 15 meses contados desde la fecha de emisión. En la correspondiente fecha de pago de servicios, se otorgaba el derecho al cobro de: (a) en concepto de interés, una tasa fija del 5,5% nominal anual, y (b) la amortización.

La subordinación de los títulos estaba dada por el cumplimiento de la cobertura suficiente. En este sentido, según detalla el suplemento de prospecto en cuestión, el importe neto de los contratos de exportación afectados, excedía en USD 16.449.610 el monto que resultaba de aplicar el requisito de cobertura suficiente, contemplando el valor nominal máximo.

¹⁰ El periodo de devengamiento para el primer servicio, era desde la fecha de emisión hasta la primera fecha de pago de servicio, para los siguientes servicios, desde la fecha de pago de servicio anterior hasta la siguiente fecha de pago de servicios.

Tabla N°9

Estructura fideicomiso financiero "VICENTIN EXPORTACIONES VIII"

Clase	Monto por hasta usd		Vto final	Calificación	Tasa cupón	Subordinación	Cobertura suficiente	Perspectiva	Frecuencia de pago	
	Mínimo	Máximo							Capital	Interés
VDF A	20.000.000 USD	45.000.000 USD	jul-20	AA-sf(arg)	4%	10%	1,15x	Estable	11,12,13 y 14 meses desde la fecha de emisión	11,12,13 y 14 meses desde la fecha de emisión
VDF S	2.000.000 USD	5.000.000 USD	ago-20	AA-sf(arg)	5,50%	0%	1,15x	Estable	15 meses de la fecha de emisión	15 meses de la fecha de emisión

Fuente: Elaboración propia en base al informe de calificación preliminar de FIX SCR S.A. "Fideicomiso Financiero VICENTIN EXPORTACIONES VIII"

4.1.2.6 Pago de servicios

En la Tabla N°10 se detalla la caída de pagos para ambos valores de deuda fiduciaria.

Tabla N°10

Pago de servicios teórico fideicomiso financiero "VICENTIN EXPORTACIONES VIII "

VN ampliable VDF A

Pago de servicios	Fecha de pago	% Amortización	Capital	Interés	Total	Saldo de capital
20.000.000 USD						
1	06/03/2020	22%	4.400.000 USD	769.315 USD	5.169.315 USD	15.600.000 USD
2	06/04/2020	26%	5.200.000 USD	52.997 USD	5.252.997 USD	10.400.000 USD
3	06/05/2020	26%	5.200.000 USD	34.192 USD	5.234.192 USD	5.200.000 USD
4	06/06/2020	26%	5.200.000 USD	17.666 USD	5.217.666 USD	-
			20.000.000 USD	874.170 USD	20.874.170 USD	

VN máximo VDF A

Pago de servicios	Fecha de pago	% Amortización	Capital	Interés	Total	Saldo de capital
45.000.000 USD						
1	06/03/2020	22%	9.900.000 USD	1.730.959 USD	11.630.959 USD	35.100.000 USD
2	06/04/2020	26%	11.700.000 USD	119.244 USD	11.819.244 USD	23.400.000 USD
3	06/05/2020	26%	11.700.000 USD	76.932 USD	11.776.932 USD	11.700.000 USD
4	06/06/2020	26%	11.700.000 USD	39.748 USD	11.739.748 USD	-
			45.000.000 USD	1.966.883 USD	46.966.883 USD	

VN ampliable VDF S

Pago de servicios	Fecha de pago	% Amortización	Capital	Interés	Total	Saldo de capital
2.000.000 USD						
1	06/07/2020	100%	2.000.000 USD	142.548 USD	2.142.548 USD	0 USD
			2.000.000 USD	142.548 USD	2.142.548 USD	

VN máximo VDF S

Pago de servicios	Fecha de pago	% Amortización	Capital	Interés	Total	Saldo de capital
5.000.000 USD						
1	06/07/2020	100%	5.000.000 USD	356.370 USD	5.356.370 USD	0 USD
			5.000.000 USD	356.370 USD	5.356.370 USD	

Fuente: Elaboración propia en base al suplemento de prospecto fideicomiso financiero "VICENTIN EXPORTACIONES VIII"

4.1.2.7 Informe de calificación

FIX SCR S.A., en su carácter de agente de calificación de riesgo, el 27 de febrero del 2019 confirmó las calificaciones preliminares de los valores de deuda fiduciaria (VDF) a emitirse bajo el fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”, tanto a la clase senior como a la clase subordinada; les otorgó una calificación de “AA-sf (arg)” con perspectiva “estable”.

FIX SCR S.A. (afiliada de Fitch Ratings), evalúa y asigna calificaciones a los valores emitidos bajo fideicomisos. Según detalla, en su página web¹¹, una calificación nacional “AA” implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores, el riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejores calificados dentro del país. El signo “-”, se añade solamente en la calificación para darle una mayor o menor, en este caso menor, importancia relativa dentro de la categoría correspondiente. En cuanto a una perspectiva “estable”, indica que, dentro de un período de uno a dos años, no se ven probabilidades de cambio en la dirección de una calificación.

La calificadora resaltó, en el informe preliminar emitido¹², tres factores relevantes de la calificación:

- Calidad del fiduciante: el principal riesgo crediticio de los instrumentos residía en la calidad y habilidad del fiduciante para cumplimentar con los embarques relativos a los contratos de exportación, así como para perfeccionar el posterior ingreso de la divisa una vez pagada la exportación por el importador. Sumado a las cláusulas de “cobertura suficiente”, los eventos especiales que podían devenir en la liquidación del fideicomiso y los “eventos de responsabilidad del fiduciante”, FIX SCR S.A., consideraba que la calificación de los VDF se sustentaba en la calidad del fiduciante. La calificadora evaluó a Vicentin S.A.I.C. en la faz crediticia, y en su desempeño en la operatoria de comercio exterior, como así también la relación comercial que el fiduciante tenía con los importadores elegibles.
- Cobertura suficiente y existencia de cláusulas de eventos especiales: se consideró la existencia de cláusulas de eventos especiales que daban paso a “eventos de cobranza directa”. Asimismo, se ponderó el ratio de cobertura suficiente.
- Garantías: FIX SCR S.A. consideró los dos pagarés en dólares librados por el fiduciante a favor del fiduciario, siendo que los mismos eran documentos autónomos e independientes, que no se encontraban subordinados. El riesgo de cobro de los mismos correspondía enteramente a la calidad del fiduciante.

¹¹ Página web: <https://www.fixscr.com>

¹² A la fecha del análisis, el informe preliminar emitido por FIX SCR S.A no se encontraba disponible en su página web. Sin embargo, Banco Provincia en su carácter de colocador de la emisión, aún lo comparte en su página web: https://www.bancoprovincia.com.ar/CDN/Get/Calificacion_Vicentin%20VIII

4.1.2.8 Resultado de la colocación

El período de difusión pública, de la serie VIII, fue del 11 de marzo de 2019 al 13 de marzo de 2019, colocándose el 14 de marzo de 2019 y liquidando el 21 de marzo de 2019. Según se describe en el aviso de colocación respectivo, para el VDFA, se recibieron un total de 76 ofertas por USD 44.136.587, adjudicándose un total de USD 42.226.587, con un precio de corte de 0,9230. Para el VDFS, se recibieron un total de 4 ofertas por USD 40.000, adjudicándose un total de USD 30.000, con un precio de corte de 0,9285.

4.1.2.9 Cronología de hechos relevantes

Vicentin S.A.I.C, en su rol de fiduciante y administrador de créditos, tiene la obligación de notificar a su fiduciario, TMF Trust Company (Argentina) S.A., cualquier hecho relevante que afecte y/o pudiera afectar en el futuro la integridad de la estructura fiduciaria y el normal desarrollo de su función de administrador. Por su parte, TMF Trust Company (Argentina) S.A., al tomar conocimiento, tiene la obligación de notificar a la C.N.V., quien se encarga de publicar los hechos relevantes en su página web para el conocimiento del público inversor.

El día 5 de diciembre de 2019, Vicentin S.A.I.C. junto con distintos medios de prensa, informaron que Vicentin S.A.I.C., fiduciante y administrador del fideicomiso, inició un proceso de reestructuración de pagos producto de situaciones de estrés financiero que atravesaba la compañía. A partir de allí, TMF Trust Company (Argentina) S.A., como medida de acción preventiva, se mantuvo en contacto con el fiduciante para discutir tanto el proceso de reestructuración de pagos, como así también para manifestarle la necesidad de mantener informado al fiduciario en todo momento de cualquier impacto que dicha reestructuración pudiera tener en el fideicomiso. Por su parte, Vicentin S.A.I.C. ratificó la intención de mantener sus compromisos comerciales y financieros, especialmente los referidos al fideicomiso.

Como consecuencia, la calificadora de riesgo FIX SCR, como primera medida, el 6 de diciembre de 2019, decidió mantener la calificación de los valores fiduciarios, pero rebajó la perspectiva a negativa. Sin embargo, a la semana recalificó los valores fiduciarios, asignándoles una calificación CCCsf (arg) con perspectiva negativa. Esta calificación implicaba un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores del país, según describe FIX SCR. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras dependía, exclusivamente, del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.

El 19 de diciembre de 2019 se publicó un hecho relevante donde se informaba que Vicentin S.A.I.C., como resultado de negociaciones que tuvieron inició antes del comunicado del 5 de diciembre, procedía a la venta parcial de su tenencia accionaria de Renova S.A. También señalaba que el producido de la venta era aplicado para atender obligaciones del giro de la sociedad, a fines de poder restablecer su estructura operativa, defender las fuentes de trabajo y honrar sus obligaciones.

El 8 de enero de 2020, FIX SCR, rebajó nuevamente la calificación de los valores fiduciarios asignándoles una calificación CCsf (arg) con perspectiva negativa. Esta calificación implicaba una alta probabilidad de incumplimiento en el pago y un riesgo crediticio extremadamente vulnerable.

El 24 de enero de 2020, TMF Trust Company (Argentina) S.A., mediante un hecho relevante, informó que, hasta la fecha, no se había configurado ningún evento especial de los mencionados en el suplemento, puesto que el fideicomiso securitizaba créditos futuros provenientes de operaciones de exportación afectados, por lo tanto, Vicentin S.A.I.C. contaba con plazo hasta el 29 de febrero de 2020 para embarcar la mercadería a ser exportada. Sin embargo, se encontraban monitoreando con los asesores legales si correspondía algún curso de acción anterior al 29 de febrero.

El 10 de febrero de 2020, el directorio de Vicentin S.A.I.C., solicitó la apertura de su concurso preventivo ante el Juzgado de Primera Instancia Distrito N°4 en lo Civil y Comercial, Segunda Nominación de Reconquista, Provincia de Santa Fe. Ante esta situación, TMF Trust Company (Argentina) S.A. emitió el 13 de febrero de 2020 un hecho relevante en donde resaltaba la importancia de contemplar la naturaleza del fideicomiso en cuestión, para entender las acciones que podía o no realizar el fiduciario previo a la solicitud del concurso. Para ello, el fiduciario remarcaba en el comunicado, que se trataba de una securitización de flujos futuros en la cual existían dos etapas. La primera etapa transcurría hasta que el crédito futuro se materializaba y, una segunda etapa, que transcurría hasta que la exportación era pagada por los importadores del exterior. Por tanto, debía tenerse en cuenta que, a la fecha de solicitud de apertura concursal, el plazo para embarcar las mercaderías no se encontraba vencido, ante lo cual, el fiduciario no podía tomar medidas apresuradas que pudieran afectar a los beneficiarios. Además, en el escrito, el fiduciario hacía mención al art. 4.4 del contrato del fideicomiso, por medio del cual, el fiduciante, por única vez, podía depositar fondos en la cuenta fiduciaria o entregar valores al corto no a la orden cruzados, a efectos de cubrir las deficiencias en las cobranzas. Por último, explicaba que se había analizado la opción de ejecutar los pagarés emitidos a favor del fideicomiso, pero que dicha opción se había considerado extemporánea por existir plazos no vencidos.

Finalmente, el 2 de marzo de 2020, Vicentin S.A.I.C. informó al fiduciario que por razones legales no podía cumplir definitivamente con el embarque de las mercaderías bajo los contratos de exportación afectados, por tratarse de causas anteriores a la presentación en concurso. Asimismo, informa que no realizaba uso de la opción de depositar en la cuenta fiduciaria o entregar valores al cobro no a la orden cruzados a efectos de cubrir deficiencias en las cobranzas.

Bolsas y Mercados Argentinos S.A. decidió suspender el listado de los valores fiduciarios emitidos por el fideicomiso. Por su parte, la C.N.V., resolvió interrumpir su oferta pública hasta que algún hecho sobreviniente hiciera aconsejable la revisión de la medida.

El 4 de marzo de 2020, TMF Trust Company (Argentina) S.A. emite un hecho relevante por incumplimiento de pago, donde informa a los señores tenedores de los valores fiduciarios que no se efectuará el pago correspondiente al 6 de marzo del 2020.

El 5 de marzo de 2020, mediante resolución judicial, se declaró abierto el concurso preventivo ante el Juzgado de Primera Instancia Distrito N°4 en lo Civil y Comercial, Segunda Nominación de Reconquista, Provincia de Santa Fe. Dicha resolución fijaba plazo hasta el 9 de junio de 2020 para que los acreedores presenten sus pedidos de verificación de créditos ante la sindicatura.

El 8 de junio de 2020, TMF Trust Company (Argentina) S.A. emitió un hecho relevante donde informaba que presentó la verificación de créditos por la suma de USD 52.323.252. Finalmente, el juez a cargo del concurso de Vicentin S.A.I.C. declaró como admisible el crédito verificado por el fiduciario por la suma de USD 50.000.000 como acreedor quirografario y no admitió los intereses verificados por USD 2.323.252, al considerarlos como posteriores a la fecha de la presentación concursal.

El 9 de junio de 2020, se publicó en un suplemento al Boletín Oficial de la República Argentina, el Decreto de Necesidad y Urgencia N° 522/2020 (el "Decreto 522"). El Decreto 522 disponía la intervención transitoria de Vicentin por un plazo de sesenta (60) días y designaba al señor Roberto Gabriel Delgado como interventor. Sin embargo, el Decreto fue derogado el 31 de julio de 2020 mediante el Decreto de Necesidad y Urgencia N° 636/2020.

Al 31 de diciembre de 2022 el concurso continuaba en proceso, Vicentin S.A.I.C., presentó una propuesta de pago a los acreedores en el marco concursal. Sin embargo, a la fecha anteriormente mencionada, aún se encontraba en prórroga el período para presentar conformidades bajo la solicitud de consentimiento. Los detalles de la propuesta presentada exceden los alcances del presente trabajo.

5 Conclusión

La securitización, mediante la figura del fideicomiso financiero, representa en la Argentina una herramienta de financiamiento alternativa a las opciones brindadas tradicionalmente por entidades financieras. Por sus características estructurales, posee ventajas competitivas frente a demás instrumentos disponibles en el mercado de capitales. Como se pudo observar, no es una herramienta disponible para todas las empresas; la principal característica del fideicomiso financiero viene dada por las cualidades propias de los activos pasibles de ser securitizados. Así, empresas que generen activos homogéneos de poca liquidez con flujos de fondos predecibles, encuentran en el fideicomiso financiero el vehículo propicio para obtener liquidez. Del análisis del segundo capítulo surge que el instrumento es mayormente utilizado por empresas de consumo, hecho que está relacionado directamente con la calidad de los créditos que éstas originan, los cuales, en principio, presentan los requerimientos necesarios para ser pasibles de ser securitizados. Asimismo, se observa la tendencia predominante de emisiones en pesos argentinos, como consecuencia, de la gran participación de los fideicomisos de consumo sobre el total. La relación entre la cantidad de emisiones en pesos y la cantidad de fideicomisos de consumo está dada por la nominalidad de los activos a securitizar, es decir, la moneda de origen de los créditos determina la moneda en la cual se pueden emitir los valores de deuda fiduciaria. En este sentido, fideicomisos cuyos activos sean originados en dólares estadounidenses permiten emitir valores negociables en ambas monedas. Por el contrario, fideicomisos cuyos activos sean originados en moneda nacional, solo permiten emitir valores negociables en dicha moneda.

Del relevamiento de datos se concluyó que, de las 154 emisiones del año 2022, a la fecha, ninguna entró en *default*. Se hace la aclaración que la inobservancia de eventos de default es a la fecha, ya que algunos de los fideicomisos financieros emitidos durante el año 2022 siguen vigentes. En tanto, de las 1186 emisiones que se realizaron entre los años 2015 y 2021, si bien debido a la extensión de la población y la falta de información pública que reúna un listado con los hechos relevantes y avisos de no pago no se demuestra la existencia de *defaults* por medio de una observación directa, se reconoce por diferentes actores del mercado de capitales el *default* de “VICENTIN EXPORTACIÓN VIII” y de “TARJETA ACTUAL” series XXV a XXX. Por tanto, se asume que el instrumento puede ser considerado por los inversores como una alternativa sólida en términos de garantía de pago.

La solidez de los fideicomisos financieros en el track récord de pagos deviene directamente de las características estructurales que presenta la herramienta. El desempeño del instrumento subyace en la calidad de los bienes cedidos, los bajos niveles de mora requeridos para ser parte del vehículo, los grados de subordinación necesarios de los títulos emitidos, entre demás criterios que son analizados exhaustivamente por calificadoras de riesgos e inversores.

El incumplimiento del fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”, parecería residir en la calidad de los bienes fideicomitados, dado que la garantía de pago se encontraba localizada en la calidad del fiduciante y no en el activo que respaldaba la emisión, como es el objeto de la titulización. El fideicomiso securitizaba créditos futuros provenientes de operaciones de exportación afectados. Al incumplir Vicentin S.A.I.C. con los embarques correspondientes, el nacimiento del crédito nunca se originó, dado que, las “exportaciones imputadas” no existieron. Por su parte, los pagarés cedidos a favor del fideicomiso dependían directamente de la solvencia económica del fiduciante. Siendo que ambos activos fideicomitados dependían de una obligación de dar o de hacer por parte de Vicentin S.A.I.C., se puede interpretar de ello que el riesgo de la operación quedaba en última instancia en la *performance* del fiduciante, más que en la cartera. Esto podría asemejarse a una operación de deuda del fiduciante, dado que, en las obligaciones de deuda de las empresas subyace un riesgo *performance*.

Por lo tanto, se concluye que el fideicomiso financiero en la Argentina se presenta como instrumento sólido para los inversores, considerando la salvedad de que cuando la herramienta es estructurada con bienes fideicomitados que respeten las cualidades necesarias que requieren los activos pasibles de ser cedidos, el mismo ha mostrado ser infalible.

Bibliografía

- Arabia, F. (8 de Diciembre de 2008). *El Fideicomiso como posible estrategia de fraude*. Obtenido de SAJ: <http://www.saj.gov.ar/docs-f/dossier-f/fideicomiso.pdf>
- Aviso de colocación fideicomiso financiero "VICENTIN EXPORTACIONES VIII". Obtenido de: <https://aif2.cnv.gov.ar/Presentations/publicview/E37244B9-EC75-4F67-8E75-97D3F40A0832>
- Bilbao Aranda, F. M. (30 de Julio de 2015). *El contrato del fideicomiso a la luz del Nuevos Código Civil y Comercial*. Obtenido de SAJ: <http://www.saj.gov.ar/facundo-martin-bilbao-aranda-contrato-fideicomiso-luz-nuevo-codigo-civil-comercial-dacf150449-2015-07-30/123456789-0abc-defg944051fcanirtcod?&o=0&f=Total%7CFecha%2F2015%2F07%7CEstado+de+Vigencia%5B5%2C1%5D%7CTema%2FDerecho+civil%5B>
- Hermida, T. (2010). *Las agencias de calificación crediticia*. Pamplona: Aranzadi.
- Herrera, M., Caramelo, G., & Picasso, S. (17 de Julio de 2015). *Código Civil y Comercial de la Nación Comentado*. Obtenido de SAJ: http://www.saj.gov.ar/docs-f/codigo-comentado/CCyC_Nacion_Comentado_Tomo_IV.pdf
- Highton, Elena (1995), *Reformas al derecho privado*. Santa Fe: Rubinzal-Culzoni.
- Informe de calificación "VICENTIN EXPORTACIONES VIII". Obtenido de Banco Provincia de Buenos Aires: https://www.bancoprovincia.com.ar/CDN/Get/Calificacion_Vicentin%20VIII
- Kenny, O. M. (2005). *Titulización y Fideicomiso Financiero*. Buenos Aires: Errepar.
- Kiper, C., & Lisoprawski, S. (2003). *Tratado de Fideicomiso*. Buenos Aires.
- Normas Comisión Nacional de Valores (2013). Título V. Capítulo IV. Obtenido de: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Content/assets/files/TOC2013.pdf>
- Nuevo Código Civil y Comercial (2014). Argentina. Libro Tercero. Título IV. Art. 1690 a 1707. Obtenido de: <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/235000-239999/235975/norma.htm#22>
- Ley de Financiamiento Productivo (2018). Argentina. Ley: 27440. Obtenido de: <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=310084>
- Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción (1994). Argentina. Ley: 2441. Obtenido de: <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/812/norma.htm>
- Osvlado H. Soler, E. C. (Febrero de 2000). *Fideicomiso sus aspectos jurídicos y tributarios*. Obtenido de Osvlado H. Soler y Asoc.: <https://soler.com.ar/especiales/fideicomiso.htm>

Pavell, C. (1989). *Securitización*. Chicago .

Programa global fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”. Obtenido de:
<https://aif2.cnv.gov.ar/Presentations/publicview/43ACEB7D-33BD-48E1-BE3A-49DC6B740A85>

Sabat, M. D. (1995). *Securitización. Alternativas de instrumentación en Argentina*. Obtenido de Repositorio UADE: <https://repositorio.uade.edu.ar/xmlui/bitstream/handle/123456789/2059/CDS06020373.pdf?sequence=1>

Suplemento de prospecto fideicomiso financiero “VICENTIN EXPORTACIONES VIII”. Obtenido de: <https://aif2.cnv.gov.ar/Presentations/publicview/C3FCCCC5-397B-4F07-93F6-E41BE24B56EA>

Tarallo, A., & Parenti, J. (2007). Finanzas Estructuradas: securitización de cartera de créditos. *XXVII Jornadas Nacionales de Administración Financiera*.

Vásquez Rafael. (29 de Septiembre de 2015). *Todavía somos pocos*. Obtenido de https://www.todaviasomos pocos.com/aportes/titulizacion-y-fideicomiso-financiero/#_ftn20

Vázquez, M. G. (2014). *El rol de la Comisión Nacional de Valores y del Ministerio Público Fiscal en la defensa de la transparencia del mercado de valores negociables*. Obtenido de SAIJ: <http://www.saij.gob.ar/maria-guadalupe-vazquez-rol-comision-nacional-valores-ministerio-publico-fiscal-defensa-transparencia-mercado-valores-negociables-dacf140800/123456789-0abc-defg0080-41fcanirtcod>

Villegas, C. M., & Villegas , C. G. (2001). *Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas*. Madrid: Dykinson.

Páginas web consultadas:

<http://www.cnv.gob.ar>

<http://www.bcra.gov.ar>

<https://www.moodys.com/>

<http://www.fixscr.com/>

<http://www.bcba.sba.com.ar/>