

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES

POSGRADO EN ADMINISTRACION FINANCIERA

Col. 1502/0331 (~~duplicado~~)

TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN

“Fideicomisos Financieros:

Una Fuente Alternativa de Financiación e Inversión”

AUTOR: THOMAS SIEDMANN

CATALOGADO

Dep. G. 3552, Z 21, Z. 21, J. 16
S₃F
Trab. Posgr.

TUTOR: Mario H. Azulay

Agosto de 2007

BIBLIOTECA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
Profesor Emérito Dr. ALFREDO L. PALACIOS

Indice

	Página
I. Resumen Ejecutivo	3
II. Fideicomisos	4
2.1 Concepto y normas legales	
2.2 Características de quienes componen un fideicomiso	
2.3 Tipos de fideicomisos	
2.4 Principales aspectos de la Ley de Fideicomisos Financieros	
2.5 Activos que pueden ser fideicomitados mediante fideicomiso	
2.6 Aspectos tributarios del fideicomiso financiero	
III. Securitización	8
3.1 Estructura de una securitización	
3.2 Características de una securitización	
3.3 Características ideales de los activos a ser securitizados	
3.4 Proceso de securitización	
IV. Caso Práctico	10
4.1 Ratios financieros de la compañía	
4.2 Cartera no securitizada	
4.3 Cartera securitizada	
4.4 Alternativas comparadas	
4.5 Ratios financieros de la compañía después de la securitización	
V. Inversores de Fideicomisos Financieros	19
5.1 Panorama General	
5.2 Inversores no Institucionales	
5.3 Cartera de Bancos	
5.4 Cartera de AFJP'S	
5.5 Impuestos a pagar por los inversores	
VI. La Securitización en el Mundo	22
6.1 Activos securitizados en Argentina	
6.2 Activos securitizados en Europa	
6.3 Activos securitizados en EEUU	
VII. Perspectivas de Crecimiento en la Argentina	27
VIII. Conclusión	29
IX. Anexos	31
X. Bibliografía	36

Fideicomisos Financieros

Una Fuente Alternativa de Financiación e Inversión

I) Resumen Ejecutivo

El objetivo de hacer un trabajo final sobre los fideicomisos financieros es principalmente demostrar cómo esta herramienta se está convirtiendo en una nueva fuente de financiación alternativa para PYMES y de inversión para las personas físicas e institucionales.

Mediante este estudio pretendo demostrar cómo un fideicomiso:

- Permite adelantar los flujos de fondos futuros, gracias a la posibilidad de colocar los títulos en el mercado de capitales.
- Aumenta la capacidad crediticia y facilita las operaciones ya que elimina costos de intermediación beneficiando al inversor y al tomador (desaparece el spread).
- Obtiene una mejor calificación de riesgo al separar de la empresa lo mejor de los activos disponibles y a la vez mejorar los ratios financieros de la compañía.
- Permite calzar activos y pasivos evitando el riesgo de pérdidas por descalce de plazos, al poder contar con la liquidez suficiente al momento de hacer frente a las obligaciones comerciales aisla el riesgo de insolvencia.
- Optimiza el costo fiscal, por estar los activos dentro de un programa con oferta pública.

Todos estas ventajas hacen que sea una alternativa atractiva para financiarse, sin tener que recurrir a un préstamo bancario o una Obligación Negociable (ON).

También veremos que con el desarrollo de este instrumento se está logrando que muchas empresas ingresen al mercado de capitales financiándose a tasas menores, obteniendo financiación a plazos no siempre disponibles en el circuito tradicional y contribuyendo con nuevas operaciones a efectos de tener un mercado de capitales más dinámico.

Con mi Trabajo no solamente pretendo demostrar las ventajas que tiene para una empresa este instrumento como fuente de financiación, sino también mostrar cómo está creciendo su uso en nuestro país como alternativa de inversión con casos puntuales.

Finalmente, quiero destacar cómo se ha puesto a prueba el producto financiero definido como Fideicomiso Financiero, pese a los acontecimientos vividos por el país y su economía a partir de la caída del Gobierno del Dr. De la Rúa, con la declaración del default de la deuda pública Argentina, la pesificación forzosa de las obligaciones pactadas en dólares, la ruptura de todos los contratos privados y la cesación de pagos de la mayoría de los grandes grupos económicos.

II) Fideicomisos

2.1 Concepto y Normas Legales

El fideicomiso (palabra del latín “fideicomisum” y del inglés “trust”) tiene sus antecedentes en la fiducia romana, negocio de confianza que permitía la transferencia de un bien a una persona de amistad con el objeto que ésta le diera a dicho bien algún destino determinado o para que el mismo sirva de garantía de algún crédito. Es decir, consiste en una operación de transferencia de un bien a la persona a la cual se adiciona un encargo o una gestión vinculada a dicho bien.

Definición Legal del Fideicomiso: *Habrà fideicomiso cuando una persona (Fiduciante), trasmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados, a otra (Fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (Beneficiario), y a trasmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario.*

El dominio que posee el fiduciario sobre los bienes no es perpetuo, sino que es un dominio fiduciario, pues se trata de una propiedad cuya duración en el tiempo está sujeta a una condición a plazo resolutorio, transmitiéndose al fiduciario junto con un encargo fundado en una relación de confianza. Por ello el fiduciario no puede incluir los bienes fideicomitados en su contabilidad ni considerarlos entre sus activos propios, sino que debe llevar una contabilidad separada por cada fideicomiso que se constituye. Dichos bienes no responden por las deudas del fiduciante, del fiduciario ni por las del beneficiario.

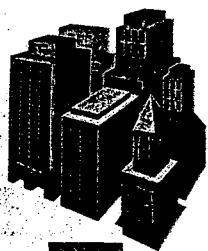
La ley 24.441 (Ley de Fideicomisos) establece en su artículo 14 que los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante. Se logra por esta vía aislar los bienes fideicomitados, los que no quedan afectados a las contingencias del fiduciante ni del fiduciario.

Finalizado el fideicomiso, ya sea por el cumplimiento del plazo, o por la revocación del fiduciante o por cualquier otra causal prevista en el contrato, el fiduciario está obligado a entregar los bienes fideicomitados al beneficiario o a sus sucesores.

2.2 Características de quienes componen un Fideicomiso

FIDUCIANTE

FIDUCIARIO



PATRIMONIO GRAL.

PATRIMONIO SEPARADO:

Bienes Fideicomitados

- Inmuebles / Muebles
- Créditos
- Prendas

Transmite la propiedad fiduciaria de bienes determinados

Se obliga a ejercer la propiedad en beneficio de ...



BENEFICIARIOS

\$



Se obliga a transmitir la propiedad al cumplir el plazo

FIDEICOMISARIOS

Fiduciante:

- Es quien constituye un fideicomiso. Mediante un contrato o disposición testamentaria establece sus fines y designa al fiduciario, a los beneficiarios y al fideicomisario.
- Transmite los bienes fideicomitidos al fiduciario.
- Debe tener capacidad de disposición sobre los bienes objeto del fideicomiso.
- Puede limitar las facultades del fiduciario sobre los bienes fideicomitidos, así como revocar el fideicomiso si se hubiera reservado dicha facultad.

Fiduciario:

- Es el obligado a ejercer la propiedad fiduciaria en beneficio de quien sea designado beneficiario en el acto constitutivo.
- Puede ser cualquier persona física o jurídica, salvo cuando las normas limitan esta condición, ya que hay que cumplir con ciertos requisitos que establece la ley.
- Está obligado a rendir cuentas del fideicomiso, cuando éstas le sean solicitadas.

Beneficiario:

- Es la persona a favor de la cual el fiduciario ejerce la propiedad fiduciaria de los bienes fideicomitidos.
- Debe ser una persona determinable al momento de la constitución del fideicomiso.
- No requiere capacidad especial alguna.

Fideicomisario:

- Es el beneficiario remanente.
- Puede ser el fiduciante, el beneficiario o un tercero.
- No puede ser el fiduciario.

2.3 Tipos de Fideicomisos

La ley 24.441 (Ley de Fideicomisos) no define los diferentes tipos de fideicomisos, sino que solamente establece los requisitos que deben cumplirse para determinar la figura del fideicomiso.

Financieros:

- Se trata de una modalidad de fideicomiso regulada por la ley 24.441 cuyo objetivo principal es la securitización de activos (ésta es la modalidad de fideicomiso que se desarrollará en el presente Trabajo Final).

Por los activos subyacentes que conforman el fideicomiso financiero y por la transformación de los riesgos que se puede efectuar se identifican 3 tipos de fideicomisos:

- Titulizaciones/Securitizaciones: Flujos constituidos por derechos crediticios.

Una característica propia es la existencia de distintas clases subordinadas, con el objeto de generar distintos niveles de riesgo para cada una. Es posible determinar estos niveles de riesgo siempre que el activo subyacente esté lo suficientemente atomizado y corresponda a riesgos homogéneos.

- Fondos de Inversión Directa (FID): Flujos de fondos que se generarán por el desarrollo y posterior venta de un proyecto económico. No tiene diversificación por lo cual está relacionado al éxito o al fracaso del proyecto.

- Estructurados: Están constituidos por productos financieros como bonos y acciones.

De acuerdo a los instrumentos seleccionados, ya que pueden ser acciones, bonos locales o de cualquier otro país, el fideicomiso tendrá una calificación asociada a los activos subyacentes que lo integren.

No Financieros:

- De garantía: se trata de fideicomisos en los cuales se transmiten al fiduciario bienes que se afectan en garantía de obligaciones a cargo del fiduciante o a cargo de terceros, para que en caso de incumplimiento de la obligación garantizada proceda a su venta o entregue en propiedad los bienes al beneficiario o a un tercero acreedor, según se haya estipulado en el contrato. Ejemplo: Acciones, Inmuebles

- De Administración: son aquellos en los cuales se transfiere la propiedad fiduciaria de los bienes a un fiduciario para que los administre conforme a lo establecido por el constituyente destinando el producido, si lo hay, al cumplimiento de la finalidad señalada en el contrato. EJ: Administración de bienes (campos, countries, edificios) y Administración de inversiones (portafolio de inversión).

2.4 Principales Aspectos de la Ley de Fideicomisos Financieros

En cuanto al marco legal en la Argentina, la ley 24.441 brinda el marco jurídico general aplicable a los contratos de fideicomisos y en particular a una especie de aquellos que es el fideicomiso financiero, designando a la Comisión Nacional de Valores (CNV) como autoridad de aplicación respecto de estos últimos, habilitándola a dictar normas reglamentarias. La resolución 290/97 de la Comisión Nacional de Valores se ocupa de los contratos de fideicomisos estableciendo que: "Habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de determinados bienes a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la

propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirlo al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato.

Limitantes del Fideicomiso dictadas por la CNV:

- No pueden constituirse fideicomisos por acto unilateral (coincidencia de las personas del fiduciante y el fiduciario).
- Pueden actuar como fiduciarios financieros las entidades financieras regidas por la ley 21.526 (Ley de Entidades Financieras), o sociedades anónimas nacionales o extranjeras que acrediten una sucursal, asiento o representación en el país. En estos casos las sociedades deberán contar con un patrimonio neto superior o igual a \$ 1.000.000 y prever en su objeto social la actuación como fiduciario.
- Los beneficiarios son los tenedores de títulos de deuda o cert. de participación.
- Puede tener oferta pública, previa calificación.
- Los títulos pueden ser nominativos, escriturales, certificados globales, etc.

2.5 Activos que pueden ser fideicomitados a través de cualquier Fideicomiso

Bienes Muebles: máquinas, equipos.

Títulos Valores: acciones, bonos.

Bienes Inmuebles: terrenos, edificios.

Créditos Otorgados: préstamos prendarios, préstamos hipotecarios, préstamos personales, cheques de pago diferido, cupones de tarjeta de crédito.

2.6 Aspectos Tributarios del Fideicomiso Financiero

Impuestos a pagar por el Fideicomiso:

a- Ganancias: no tributa si cumple con los siguientes requisitos:

- Los activos que componen el fondo deben ser títulos valores o derechos crediticios por financiaciones.
- Efectuar la oferta pública de los cert. de participación o títulos repres. de deuda.
- No sustituir los activos fideicomitados salvo colocaciones financieras.
- Tratándose de créditos, el plazo de duración del fideicomiso debe guardar relación con el de cancelación de los activos fideicomitados.
- La composición del beneficio del fideicomiso debe integrarse únicamente con las rentas generadas por los activos fideicomitados y por las provenientes de su realización, y por colocaciones financieras en tanto no excedan el 10% del ingreso total.

b- IVA: es sujeto si realiza operaciones gravadas.

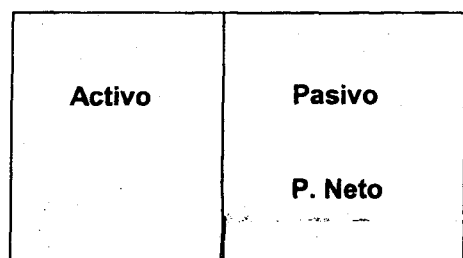
c- Ingresos Brutos: es sujeto si realiza operaciones gravadas.

III) Securitización

Es la estructuración de una transacción que transforma activos ilíquidos en títulos valores con la finalidad de colocarlos en un mercado de capitales, utilizando para su repago solamente el flujo de fondos proveniente de esos préstamos o cuentas a cobrar.

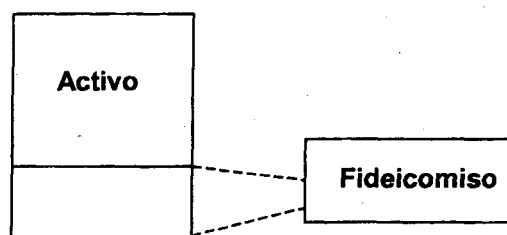
3.1 Estructura de una Securitización

Estructura patrimonial de la Empresa A



La Empresa A posee una calificación de riesgo BBB de acuerdo a su estructura patrimonial y financiera.

Objetivo: obtener una mejor calificación que permita disminuir el costo del fondeo.



Puede calificar la emisión de títulos con una calificación superior a la de la propia empresa a través de la securitización.

3.2 Características de una Securitización:

-Integración del activo Subyacente: Es su mayoría son derechos crediticios. Su origen pueden ser: préstamos personales, créditos prendarios o hipotecarios, cupones de tarjeta de crédito etc.

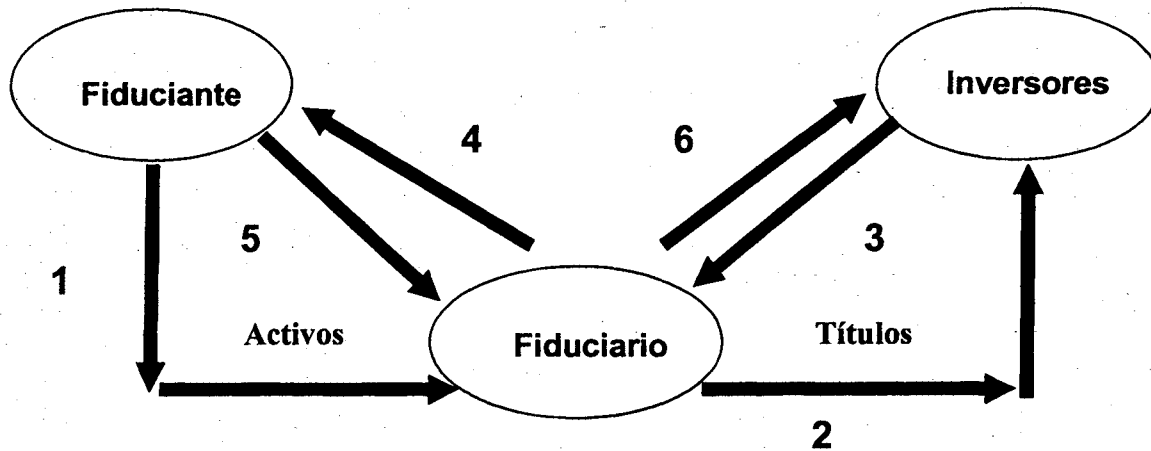
-División de clases: Una característica propia de esta clase de fideicomisos es la existencia de distintas clases subordinadas, con el objeto de generar distintos niveles de riesgo para cada una.

-Flujo de fondos: Es posible determinar la probabilidad de cumplimiento conociendo estadísticamente su historia y evolución.

3.3 Características ideales de los activos a ser securitizados

- Homogeneidad de los activos
- Esquema de pagos preciso
- Atomización de la cartera
- Bajo porcentaje de morosidad e incobrabilidad de la cartera
- Disponibilidad de acciones judiciales rápidas y poco costosas para recuperar los créditos fideicomitidos.
- Determinación del flujo de fondos en función de su comportamiento histórico y otras variables.

3.4 Proceso de Securitización



- 1- El fiduciante transfiere los activos al fiduciario y se constituye el Fideicomiso.
- 2- El fiduciario transforma esos activos en títulos y los vende a los diferentes inversores.
- 3- Los inversores compran los títulos que le son ofrecidos por el fiduciario.
- 4- El fiduciario luego de colocar los títulos en el mercado entre los diferentes inversores le retribuye el dinero correspondiente al fiduciante.
- 5- El fiduciante por ser el agente de cobro esta obligado a ir cediendo el dinero de las cobranzas de los activos securitizados al fiduciario. El fiduciario administrara dicho dinero hasta el momento en que haya que pagarle a los tenedores de los títulos.
- 6- En la fecha de pago acordada, el fiduciario paga a los inversores el dinero correspondiente al flujo de fondos del título.

IV) Caso Práctico

En éste caso práctico, se realizará una comparación entre una cartera de créditos securitizada versus una cartera de créditos sin securitizar. Asimismo se expondrán los costos asociados a cada una de estas alternativas, para finalmente establecer cuál es más conveniente.

A continuación se presenta la situación patrimonial de una empresa de electrodomésticos, que posee una calificación BBB (cabe destacar que se toma un caso real para el análisis).

Cifras expresadas en miles de pesos

Activo		Pasivo + PN	
Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Caja y Bancos	7.185	Deudas Comerciales	25.664
Créditos por Ventas	38.528	Deudas Bancarias	13.525
Otros Créditos	3.452	Otros Pasivos	11.913
Bienes de Cambio	23.200	Total Pasivo Corriente	51.102
Total Activo Corriente	72.365	Pasivo No Corriente	
Activo No Corriente		Deudas Comerciales	3.689
Inversiones	5.876	Deudas Bancarias	6.280
Créditos por Ventas	11.115	Total Pasivo No Corriente	9.969
Bienes de Uso	6.299	Patrimonio Neto	
Total Activo No Corriente	23.290		34.584
Total Activo	95.655	Total Pasivo + PN	95.655

4.1 Ratios Financieros de la Compañía

-Nivel de endeudamiento: $\text{Pasivo Corriente} + \text{Pasivo no Corr.} / \text{Total Activo}$: **64%**

-Ratio de disponibilidad: $\text{Disponibilidades} / \text{Pasivo Corriente}$: **14%**

Análisis:

Si bien la situación patrimonial de la empresa es sana, presenta oportunidades de mejora mediante una Securitización. Un rubro que presenta oportunidad de mejora, es el descalce financiero, ya que sus ventas son financiadas a plazos que en su mayoría van desde los 60 hasta los 360 días, y a los proveedores tiene que pagarles en un plazo no mayor a los 90/120 días.

Si bien la empresa podría optar por financiarse con un préstamo bancario, o una obligación negociable, dado que el nivel de endeudamiento es adecuado, las tasas de interés que debería afrontar serían bastante altas y en el mediano plazo, la deuda le traería graves trastornos financieros.

Por lo tanto, se propone crear un fideicomiso con las siguientes características; una clase A (senior) del 80% y una Clase B (subordinada) del 20%, ya que ésto permitiría adelantar los flujos de fondos futuros, otorgando mayor liquidez a los activos de la empresa aumentando la capacidad crediticia y aislando de esta forma el riesgo de incumplimiento al poder cumplir en tiempo y forma con las obligaciones contraídas.

Supuestos:

Determinamos un capital de \$18.480.219, incluidos en el balance en dos cuentas del activo; los créditos por ventas de corto plazo (< a 12 meses), que figuran en el activo corriente y los créditos por ventas a mayor plazo, incluidos en el activo no corriente.

	Capital	Interés	Total	Rendimiento
Bono A	14.784.175	1.089.870	15.874.045	14%
Bono B	3.696.044	2.723.225	6.419.269	-
Total	18.480.219	3.813.095	22.293.314	

- El rendimiento del bono A es del 14% sobre el saldo de deuda.
- El rendimiento del bono B surge por la diferencia del interés total de la cartera fideicomitida y el interés de los títulos A (el cual es del 14% TNA).
- La alícuota por impuestos a las ganancias considerada es del 35%
- El interés implícito en la cartera original asciende al 41,5 %TNA
- La cartera de activos que no son securitizados, tienen un interés implícito que surge de multiplicar el saldo de deuda por una tasa del 41,5 % en promedio por el lapso de 30/365. Esto es así ya que cuando se originan los créditos algunos son a tasas del 45% o más, y otros a tasa inferiores al 40%.
- El total de la cartera está compuesta por fondos propios.
- Para la cartera securitizada, se estructura en un bono clase "A" y otro "B" subordinado.

Es importante tener en cuenta que los créditos para poder ser cedidos al fideicomiso deben estar en situación 1 según la escala de deudores elaborada por el BCRA (Banco Central de la República Argentina).

Composición del flujo de la cartera securitizada:

Para el bono A, el capital está compuesto por el 80% de los créditos de la cartera original, y los intereses surgen de devengar a una tasa del 14% TNA (tasa nominal anual) sobre el capital residual.

Para el bono B, el capital es el 20% de los créditos originales y el rendimiento es la diferencia de tasas (la de 41,50%, originada por la venta de los productos financiados menos la del 14% que paga el bono clase A).

Por último, del total de la cartera cedida al fideicomiso por valor de \$ 18.480.219, hay \$ 16.463.200 que corresponden a créditos por ventas de corto plazo (activo corriente) y \$ 2.027.019 que corresponden a créditos de largo plazo (activo no corriente).

4.2 Alternativa I: Flujo de Fondos de la Cartera No Securitizada

Mes	FLUJO DE FONDOS TOTAL			Impuesto a las ganancias
	Capital	Interés	Saldo	
			18.480.219	
1	1.769.847	625.076	16.710.372	218.777
2	2.146.236	623.148	14.564.136	218.102
3	1.929.380	475.004	12.634.756	166.251
4	1.892.752	393.620	10.742.004	137.767
5	1.743.815	324.349	8.998.189	113.522
6	1.510.136	280.797	7.488.054	98.279
7	1.338.849	225.794	6.149.205	79.028
8	1.096.317	190.893	5.052.888	66.812
9	963.512	156.280	4.089.375	54.698
10	818.538	113.840	3.270.837	39.844
11	690.659	100.356	2.580.179	35.124
12	553.369	76.368	2.026.809	26.729
13	453.514	61.900	1.573.295	21.665
14	350.102	46.355	1.223.194	16.224
15	301.602	37.041	921.591	12.964
16	246.135	27.702	675.456	9.696
17	207.287	19.495	468.170	6.823
18	154.879	13.819	313.291	4.837
19	119.208	8.893	194.083	3.113
20	77.329	5.657	116.754	1.980
21	52.366	3.408	64.388	1.193
22	29.533	1.698	34.855	594
23	19.158	1.009	15.698	353
24	10.158	429	5.540	150
25	5.312	156	228	55
26	228	6	(0)	2
Total	18.480.219	3.813.095		1.334.583

El impuesto a las ganancias surge de aplicar la alícuota del 35% sobre los intereses devengados por financiación a los clientes correspondientes a cada mes, por lo tanto sobre esta cartera originada con fondos propios se tendría que tributar un importe de \$ 1.334.583.-

4.3 Alternativa II: Cartera Securitizada

Mes	BONO A		
	Capital	Interés	Saldo
			14.784.175
1	1.415.878	170.119	13.368.297
2	1.716.989	153.827	11.651.309
3	1.543.504	134.070	10.107.805
4	1.514.202	116.309	8.593.603
5	1.395.052	98.885	7.198.551
6	1.208.109	82.833	5.990.443
7	1.071.079	68.931	4.919.364
8	877.054	56.606	4.042.310
9	770.810	46.514	3.271.500
10	654.830	37.645	2.616.670

11	552.527	30.110	2.064.143
12	442.695	23.752	1.621.447
13	362.811	18.658	1.258.636
14	280.081	14.483	978.555
15	241.282	11.260	737.273
16	196.908	8.484	540.365
17	165.829	6.218	374.536
18	123.903	4.310	250.633
19	95.367	2.884	155.266
20	61.863	1.787	93.403
21	41.892	1.075	51.511
22	23.626	593	27.884
23	15.326	321	12.558
24	8.126	145	4.432
25	4.250	51	182
26	182	2	0
Total	14.784.175	1.089.870	

BONO B (Subordinado)			
Mes	Capital	Interés	Saldo
			3.696.044
1	353.969	454.957	3.342.074
2	429.247	469.321	2.912.827
3	385.876	340.934	2.526.951
4	378.550	277.311	2.148.401
5	348.763	225.464	1.799.638
6	302.027	197.965	1.497.611
7	267.770	156.863	1.229.841
8	219.263	134.286	1.010.578
9	192.702	109.766	817.875
10	163.708	76.195	654.167
11	138.132	70.246	516.036
12	110.674	52.616	405.362
13	90.703	43.243	314.659
14	70.020	31.872	244.639
15	60.320	25.781	184.318
16	49.227	19.218	135.091
17	41.457	13.278	93.634
18	30.976	9.510	62.658
19	23.842	6.009	38.817
20	15.466	3.870	23.351
21	10.473	2.334	12.878
22	5.907	1.105	6.971
23	3.832	688	3.140
24	2.032	285	1.108
25	1.062	105	46
26	46	4	0
Total	3.696.044	2.723.225	

El fideicomiso financiero es sujeto del impuesto a las ganancias. Es decir que debe obtener una CUIT y presentar declaraciones juradas como cualquier sociedad comercial. En cuanto a los principales costos de constituir un Fideicomiso, el más importante es la comisión de emisión / organización que suele ser de 0,75% a 1% del total de la cartera a securitizar (en este caso el costo es del 1%). Los demás costos en su mayoría no dependen del volumen de la emisión (son fijos), como el informe de la calificadora de riesgo, las publicaciones en el boletín de la bolsa o la comisión por ser agente fiduciario. El monto de la comisión, que oscila entre USD 3.000 y USD 20.000, dependerá de la complejidad del fideicomiso, como de los bienes fideicomitados (no es lo mismo un crédito de una empresa de consumo que las cobranzas de una empresa exportadora). Para emisiones superiores a los \$ 20 MM la comisión de organización suele ser de 0,50% a 0,75%. Por otro lado, muchos de estos costos van a ser menores a medida que se hagan otras series, como por ejemplo, el asesoramiento legal ya que para las sucesivas series los contratos son los mismos, al igual que el asesoramiento impositivo que suele hacerse en las primeras series únicamente. En el caso del derecho para poder cotizar en la Bolsa de Comercio de Bs. As. (BCBA) el costo es del 0,036% sobre el total de la cartera.

Costos derivados de la securitización (ver anexo I)

Los costos derivados de la securitización se presentan en el anexo I y están detallados desde el inicio del mismo, hasta la fecha del último pago de servicios del fideicomiso.

	Comisión	Calificadora	Comisión	Ases.	Derecho de	Ases.	Auditoría	Publicaciones	Total
Anual	de emisión	de riesgo	Fiduciario	Impositivo	Cotización	Legal			Gastos
Total	184.802	13.000	52.000	14.000	6.706	15.000	60.600	5.800	351.908

Existe otro costo que es muy importante, que es el de underwriting. Este costo suele ser de alrededor de 0,375% del monto a ser colocado, y consiste en un compromiso del Agente colocador de quedarse con los títulos en cartera en caso de no poderlos colocar en el mercado. Caben destacar que la operación también puede realizarse bajo la modalidad best efforts, en cuyo caso el costo es nulo ya que es el cliente quien se queda con los títulos en caso de no poder ser vendidos a los diferentes inversores por el agente colocador. En este caso dicho costo de underwriting es de \$ 55.440.-

El costo total asociado al Fideicomiso Financiero es de: \$407.348.- ; formados por \$351.908 detallados anteriormente, más \$55.440.- del underwriting. Al costo total resta aún deducirle la ganancia imponible.

Por lo tanto una vez calculado el costo total, podemos determinar la diferencia de carga impositiva entre la cartera no securitizada (\$ 1.334.583) y el costo total del Fideicomiso (\$ 407.348): \$ 927.235.-

En el supuesto caso que la cartera no fuese originada con fondos propios, la base imponible para el pago del impuesto a las ganancias que se tendría que pagar surge de la diferencia de intereses cobrados y los pagados (el spread de la tasa pasiva y la activa).

Rendimiento neto del bono subordinado (ver anexo II)

En este cuadro lo que se muestra es el rendimiento neto del bono subordinado, que surge del rendimiento del Bono B menos los costos asociados al fideicomiso.

Mes	Capital	Rendimiento	Saldo	Gtos. Fideicomiso	Rto. Neto
			3.696.044		
Total	3.696.044	2.723.225	0	407.348	2.315.877

El rendimiento neto surge de la diferencia del rendimiento del Bono B menos los costos asociados al fideicomiso.

4.4 Alternativas Comparadas (ver anexo III):

Calculamos la rentabilidad de la cartera no securitizada, mediante el método de flujo de fondos descontados. Esto es, calcular la tasa interna de retorno (medida de rentabilidad del proyecto) descontando los flujos futuros de fondos a una tasa de interés standard de mercado y obtenemos así rendimiento del 30%.

Por otro lado, utilizamos el mismo método para el rendimiento de la cartera securitizada (Bono B) y obtenemos un retorno que varía entre 61% y 113% aproximadamente.

El rendimiento del Bono B depende del grado de incobrabilidad que tenga la cartera seleccionada, ya que los créditos que no sean cobrados pasan a formar parte del bono B, debido a que es el subordinado.

Con respecto al grado de incobrabilidad de las carteras securitizadas, según el track record (historial de pago/evolución de cobranzas) en la Argentina de las series anteriores para securitizaciones de consumo, ésta se mantuvo entre un 5% (rendimiento del 113%) y 8% (rendimiento del 61%) del total de la cartera original. Por lo tanto el rendimiento como podemos observar varía según la incobrabilidad que tenga la cartera securitizada, es por este motivo que el originante se queda con el bono B, ya que su ganancia depende de su capacidad de dar créditos y poder cobrarlos.

Con este ejemplo, vemos que las securitizaciones no son solamente importantes por el hecho de adelantar los flujos de fondos futuros permitiendo el apalancamiento con recursos propios de la empresa, sino que además gozan de una importante exención impositiva. Esto es debido a que los intereses que devengan los préstamos están gravados con una alícuota del 35% (impuesto a las ganancias), mientras que dentro de un fideicomiso financiero con oferta pública, los intereses están exentos de dicho impuesto. Existe por lo tanto una gran diferencia en los rendimientos de una cartera securitizada, de una que no lo está.

De esta forma observamos, que en el caso de no hacer una securitización la cartera de créditos tributa un impuesto del 35% sobre los intereses devengados, mientras que haciendo una securitización, no sólo adelanto los flujos de fondos futuros, sino que también obtengo un beneficio impositivo al colocar los certificados de participación entre los diferentes inversores como AFJP, las compañías de seguro, retiro y vida, fondos comunes de inversión, bancos, casas de bolsa y inversores particulares, dentro de un programa de oferta pública.

Es importante resaltar que al contar con un mercado secundario (debido a que los fideicomisos se listan en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) y en la Bolsa de Comercio, éste tipo de productos son muy atractivos no sólo para los inversores institucionales sino que cada vez son más las personas físicas interesadas en adquirirlos, por tener un alto rendimiento (superior al de un plazo fijo, o un fondo común de inversión) y un riesgo acotado ya que éste depende de miles de personas que han comprado productos con préstamos otorgados por la compañía y que ya han demostrado ser buenos pagadores (se eligen créditos de personas con un buen past-performance). Una buena past-performance significa, clientes que han comprado productos en otras oportunidades y que los han pagado en tiempo y forma, sin tener una mora mayor a los 30 días.

4.5 Ratios Financieros de la Compañía después de la Securitización

Activo		Pasivo	
Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Caja y Bancos (1)	21.969	Deudas Comerciales	25.664
Créditos por Ventas (2)	22.075	Deudas Bancarias	13.525
Otros Créditos	3.452	Otros Pasivos	11.913
Títulos (CP) (3)	3.696	Total Pasivo Corriente	51.102
Bienes de Cambio	23.200		
Total Activo Corriente	74.392	Pasivo No Corriente	
Activo No Corriente		Deudas Comerciales	3.689
Inversiones	5.876	Deudas Bancarias	6.280
Créditos por Ventas (4)	9.088	Total Pasivo No Corriente	9.969
Bienes de Uso	6.299	Patrimonio Neto	34.584
Total Activo No Corriente	21.263		
Total Activo	95.655	Total Pasivo + PN	95.655

-Ratio de disponibilidad: Disponibilidades / Pasivo Corriente: **43%**

Hemos visto en la cartera de créditos sin securitizar el ratio de disponibilidades sobre pasivo corriente era de 14%.

(1) La empresa pasó de \$ 7.185 MM a tener \$ 21.969 MM, éste aumento se debe a que los \$ 14.784 MM del bono A que fueron colocados en el mercado y que están ahora disponibles para realizar cualquier tipo de inversión que la empresa requiere, así como también para pagar a sus proveedores.

(2) En este caso los créditos por ventas de corto plazo disminuyeron en \$ 16.463 MM, debido a que estos créditos fueron cedidos al fideicomiso.

(3) Los \$ 3.696 MM corresponden a los certificados de participación clase B, que en este caso se queda la empresa en su poder.

(4) Al igual que en el punto 2, los créditos por ventas disminuyen en \$ 2.027 MM al pasar estos a formar parte del fideicomiso.

Si bien luego de la securitización, el ratio de nivel de endeudamiento no ha sufrido ninguna modificación, el índice de liquidez Act. Cor. / Pas. Cor., ha tenido un cambio importante que está ligado a la capacidad de repago de la empresa en el corto plazo. Esto se debe a que pasó de ser del 1,41 a ser del 1,46, habiendo de esta forma un aumento del 4% en la capacidad de la empresa en hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Por otro lado, el ratio de disponibilidades ha cambiado notablemente, ya que pasó de ser de un 14%, a un 43%. El ratio de disponibilidades es de gran importancia porque significa que la empresa tiene dinero disponible para hacer frente al 46% de sus obligaciones de corto plazo de forma inmediata si así lo deseara.

Asimismo este aumento significativo de caja posibilita, pagar a los proveedores obteniendo beneficios por pronto pago, realizar inversiones adicionales (como abrir nuevos locales), o también seguir generando préstamos para volver a hacer una securitización.

De esta manera la fuente de financiación son los propios activos de la empresa, evitando la necesidad de recurrir a préstamos bancarios o alguna otra fuente de financiación que suelen generalmente ser más costosas.

Algunas Mejoras Necesarias

Para que el Fideicomiso sea calificado con AAA, debe contemplar las siguientes mejoras:

- Subordinación de Clases: Esto significa que los certificados de participación clase "A" los cuales son colocados a través de una oferta pública entre los diferentes inversores, tienen una cobertura del 20% correspondiente al capital de los créditos clase "B" que mantiene la empresa en su poder, y además gozan de una cobertura extra que es el diferencial de tasas. Este diferencial es el que existe entre la tasa promedio a la cual fueron colocados los préstamos, y la que se les paga a los inversores como rendimiento (cupón). De esta forma la subordinación llega a ser en la mayoría de los casos de aproximadamente el 30%.

- Fondo por Riesgo de Administración: Se constituye un fondo por riesgo de administración por un monto de entre \$ 800.000 y \$ 1.000.000, el cual será aplicado a cumplir con los servicios de la clase "A" cuando fuera necesario por algún motivo cambiar al administrador de la cartera. El fiduciario cuenta con la información sobre el desenvolvimiento de la cartera, y posee en forma detallada todos los datos de las personas, las cuales sus créditos forman parte del fideicomiso para actuar como agente de cobro suplente en caso de que sea necesario.

- Fondos de Gastos: Se constituye un fondo de gastos por lo general de \$ 30.000.- el cual será aplicado a cubrir los gastos del fideicomiso. Estos gastos son las publicaciones en el boletín de la bolsa por avisos de pago, la situación de los créditos que componen el fideicomiso, o cualquier otra aclaración pertinente.

- Amortización Acelerada: Cuando el saldo de capital de la clase "A" sea menor a \$ 5.000.000.- se dejará de pagar a la clase "B", y dichos fondos se aplicarán a amortizar en forma acelerada la totalidad de la clase "A". Cuando se haya cancelado totalmente la clase "A" se procederá a utilizar el flujo de fondos a la cancelación de la clase subordinada (clase "B"). De esta forma lo que se logra es, hacer que los últimos pagos de servicios que suelen ser muy chicos no provoquen costos administrativos mayores, y acortar la vida del bono. En la mayoría de los fideicomisos esta amortización acelerada comienza a partir del sexto o séptimo mes de pago de servicios.

- Trigger: Cuando la mora superior a 60 días supere al 15% del capital original de los créditos fideicomitados, se suspenderá totalmente el pago de los servicios de la clase "B" para aplicar los fondos a la amortización acelerada de la clase "A". Por lo tanto, aunque el saldo remanente de pago sea mayor a \$ 5.000.000.-, se gatilla el trigger y sólo se pasa a pagar a los tenedores de los bonos clase A.

- Precancelación de los certificados clase "A" por precancelación de los créditos:

En caso que al último día del mes existan fondos cobrados correspondientes a cuotas no vencidas, los mismos no serán distribuidos hasta tanto no superen los \$200.000.- (pesos doscientos mil) y se mantendrán como Fondos Líquidos Disponibles. Cuando dichos fondos superen la suma indicada, se aplicarán a la precancelación anticipada de los Certificados de Participación Clase A.

Estos son algunos de los fideicomisos financieros que obtuvieron una calificación AAA, cuando la institución que originó los préstamos (el activo subyacente) posee una calificación inferior.

- Fideicomiso Consubond: Este fideicomiso lleva emitidas 17 series obteniendo en todas una calificación AAA (calificado por Fitch IBCA y Standard & Poor's). El Banco Sáenz que es el fiduciante, entidad que origina la cartera cedida al fideicomiso, nunca obtuvo una calificación superior a AA (calificado por Thomson Bankwatch).
- Fideicomiso Macro: Este fideicomiso lleva emitidas 4 series y obtuvo en todas una calificación AAA (Duff & Phelps). El Banco Macro que es el fiduciante posee una calificación A- (calificado por Duff & Phelps y Thomson Bankwatch).
- Fideicomiso Credicuotas: Este fideicomiso lleva emitidas 3 series con una calificación AAA (S&P) en cada una de las series. El Banco Velox como fiduciante tiene una calificación A- (Thomson Bankwatch).
- Fideicomiso Irsa: Este fideicomiso lleva emitida 1 sola serie hasta el momento y obtuvo una calificación AAA (S&P). IRSA como fiduciante tiene una calificación AA (S&P).

Las calificaciones mencionadas en estos ejemplos son a nivel local.

V) Principales Inversores en Fideicomisos Financieros

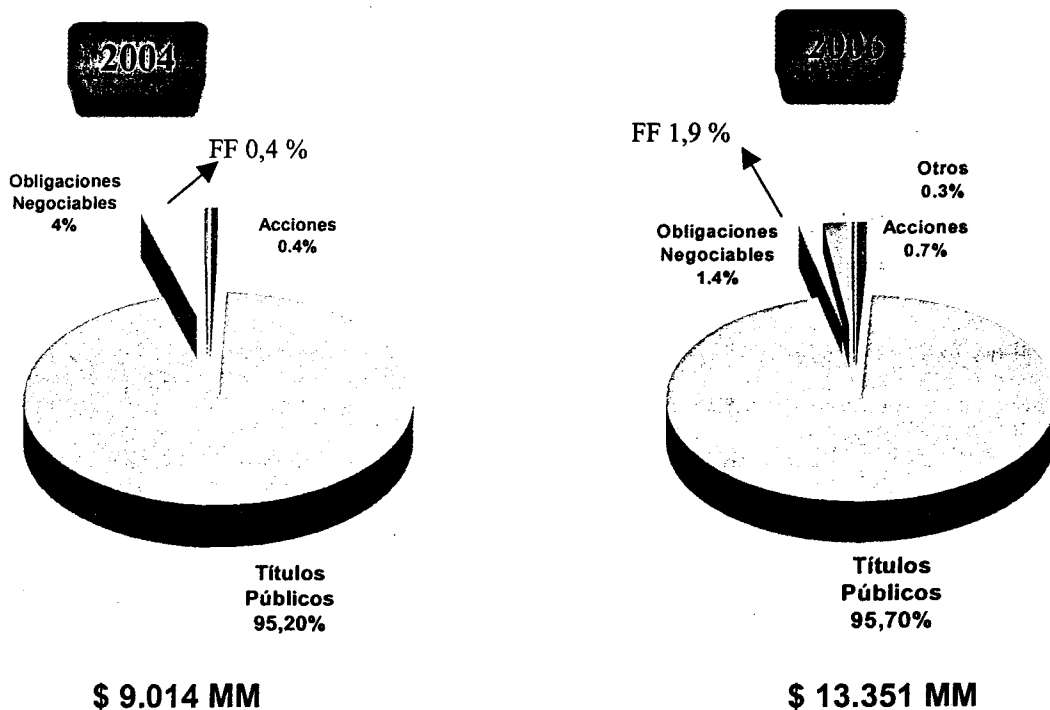
5.1 Panorama General

Con respecto a los inversores, observamos que los principales tenedores de fideicomisos financieros son los Bancos y las AFJP, que han aumentado su participación notablemente en estos últimos años. Si bien fueron los inversores institucionales los que por su tamaño acapararon gran parte de los fideicomisos, en el último año las personas físicas también se volcaron a este tipo de producto, atraídos por su rendimiento y riesgo acotado, así como también por la mayor información disponible.

5.2 Inversores no institucionales

El segmento de inversores tipo minorista, ha crecido fuertemente, dada la gran predisposición de los inversores particulares en destinar parte de sus ahorros hacia nuevos instrumentos como son los certificados de participación en fideicomisos financieros, especialmente los que tienen rendimientos variables que se actualizan por CER. Los inversores buscan preservar el valor real de sus activos financieros, al reducir la erosión inflacionaria sobre sus carteras.

5.3 Cartera de Inversión de Bancos



Fuente: Deloitte & Touche Corporate Finance

Con respecto a los bancos observamos que los fideicomisos se constituyeron en una alternativa de inversión más frecuente, desplazando a las obligaciones negociables, ya que pasaron de ser un 0,4% del total de la cartera a un 1,9%.

Esto se explica, porque los fideicomisos son un instrumento más diversificado que las ON, debido a que en un caso el riesgo es más heterogéneo (miles de personas que compraron productos) y en el otro caso, frente a una empresa en particular.

Por lo tanto, si la empresa quiebra como podría suceder producto de una mala administración, de una fuerte recesión, etc., los tenedores de las obligaciones negociables tendrían grandes problemas para poder cobrar.

En cambio en los fideicomisos, para los inversores es irrelevante el hecho de cómo le vaya a la compañía en sí, ya que el riesgo depende de muchas personas las cuales fueron previamente seleccionadas para formar parte del fideicomiso.

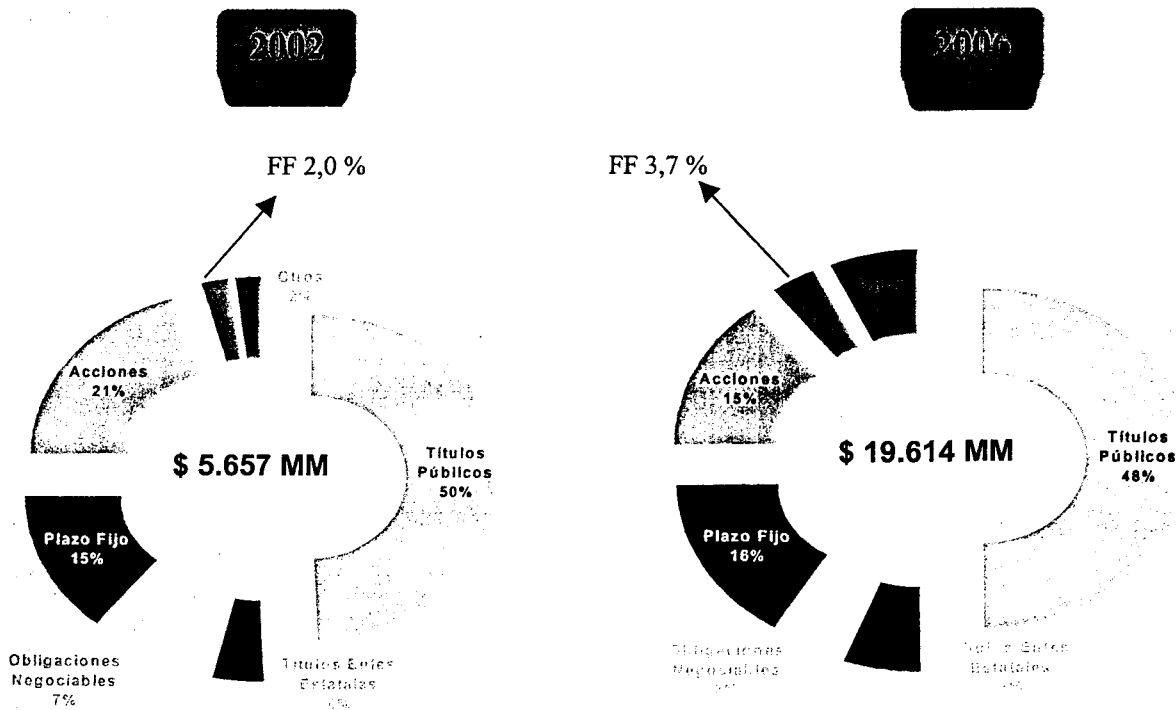
A su vez, en el supuesto caso que quiebre la empresa, que en la mayoría de los casos es el agente de cobro, el fiduciario pasa a ser el administrador del fideicomiso y por lo tanto se convierte en el agente de cobro, sin poner en peligro el pago a los tenedores de los títulos.

Ejemplo: ON del Banco Mayo y fideicomiso (ProBond) cuyo originante fue el mismo Banco y el fiduciario el HSBC. En este caso el banco se liquidó y los tenedores de la ON no cobraron, mientras que los tenedores de los títulos del fideicomiso sí lo hicieron.

Un aspecto sumamente importante es el de las regulaciones que tienen los bancos para invertir en fideicomisos financieros, ya que dependerá de ellas la demanda.

Según las regulaciones del BCRA no hay un límite establecido para invertir en fideicomisos financieros, si no que este dependerá de la RPC (responsabilidad patrimonial computable). Esto significa que si un banco desea incrementar su tenencia de fideicomisos en cartera lo puede hacer sin problemas mientras que el patrimonio del banco (capital social) se lo permita. Esto se debe a que no es lo mismo invertir en títulos públicos que en fideicomisos, ya que de acuerdo al riesgo de cada producto el banco tiene que responder con capitales propios. En el caso de los fideicomisos por cada \$100 que se invierten se requieren \$15 de capital propio.

5.4 Cartera de Inversión de AFJP



Fuente: Deloitte & Touche Corporate Finance

En el caso de las AFJP, nos encontramos con una situación similar a la de los Bancos, ya que la participación de los fideicomisos en la cartera de inversión creció a lo largo de los años superando el porcentaje de las obligaciones negociables, el cual disminuyó a menos de la mitad.

La tenencia de fideicomisos pasó de ser un 2,0% a ser un 3,7% de las inversiones, creciendo de esta forma un 85% en 4 años. Este último dato se ve potenciado dado que la cartera de inversión de las AFJP creció más de un 300%.

Es importante mencionar cuales son los límites de inversión que tienen las AFJP para ver el grado de crecimiento que puede llegar a tener en el futuro los fideicomisos dentro de la cartera de inversión.

Los límites para la inversión son los siguientes de acuerdo al artículo 74 de la Ley N° 24.241 (Ley de AFJP's) :

- Títulos públicos, hasta el 50% del total de la cartera del fondo administrado.
- Depósitos a Plazo Fijo hasta el 30%.
- Fideicomisos Financieros autorizados a oferta pública por CNV hasta un 20%
- Obligaciones Negociables hasta un 20%
- Cuota partes de FCI, de capital abierto o cerrado hasta un 20%

5.5 Impuestos a pagar por los diferentes inversores

Cabe recordar que los impuestos a pagar por los inversores difieren si el fideicomiso financiero cuenta con oferta pública o si es privado. En este caso, veremos los impuestos a pagar por un tenedor de certificados de participación o títulos de deuda de un fideicomiso con oferta pública.

Certificados de Participación:

Persona Física Local:

- Ganancias: Exento
- IVA: Exento
- Bienes Personales: Exento
- Ingresos Brutos: Gravado con un 4,9% sobre la rentabilidad de la operación

Empresa Local:

- Ganancias: Exento
- Ganancia mínima presunta: Exento
- IVA: Exento
- Ingresos Brutos: Gravado con un 4,9% sobre la rentabilidad de la operación

Beneficiario de Exterior:

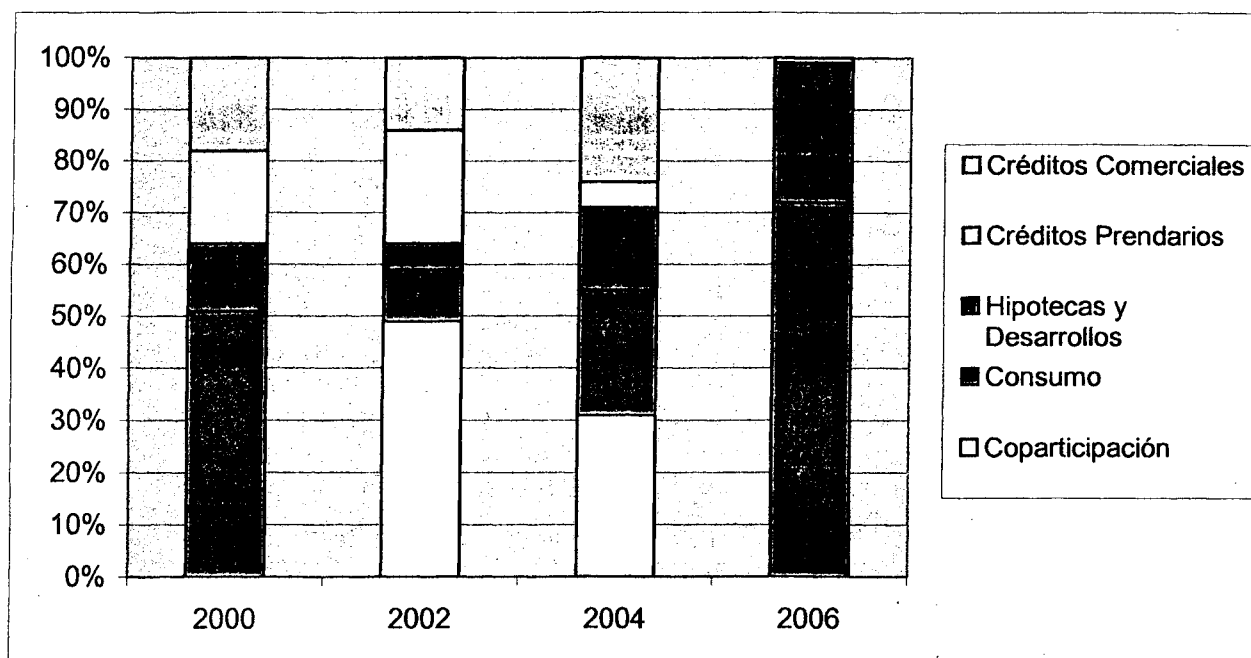
- Ganancias: Exento
- IVA: Exento
- Ingresos Brutos: No existe régimen de retención

La única diferencia con los títulos de deuda es, que para el caso de una empresa local la renta esta gravada con el impuesto a las ganancias.

VI) La Securitización en el Mundo

6.1 Clase de Activos Securitizados en Argentina

Activos / Año	2000	2002	2004	2006
Coparticipación	0%	49%	31%	0%
Consumo	51%	10%	24%	72%
Hipotecas y Desarrollos	13%	5%	16%	27%
Créditos Prendarios	18%	22%	5%	0%
Créditos Comerciales	18%	14%	24%	1%



Fuente: Deloitte & Touche Corporate Finance

Con respecto a las securitizaciones realizadas en la Argentina hay cuatro aspectos importantes para destacar respecto a los activos fideicomitidos:

- Una importante fuente de negocios de securitización son los préstamos a las provincias y municipios garantizados con la coparticipación nacional de impuestos. Por sus características se adecuan perfectamente al perfil de una securitización exitosa (es como si fuese un commodity).

Esto se debe a que son operaciones que tienen volumen significativo, son aprobadas por las legislaturas provinciales y por los órganos de control de dichas provincias y además los fondos para su cancelación son retenidos por el Banco Nación antes de ser remitidos al deudor por lo tanto la seguridad de pago a los tenedores de los títulos es casi absoluta. Han existido algunos casos donde las legislaturas provinciales han tratado de revocar el mandato otorgado al Banco de la Nación Argentina para que este pague directamente al acreedor, generando una evidente violación contractual. Los pocos casos que se han conocido no pasaron de ser una amenaza para poder conseguir mejores condiciones, pero el sólo hecho que haya

existido la idea, genera desconfianza entre los inversores la cuál podría perjudicar a este tipo de instrumento.

No obstante lo atractivo del producto, debido al agotamiento de la disponibilidad de coparticipación en las provincias es un producto que ha perdido vigencia.

Un ejemplo de una securitización garantizada por la coparticipación nacional de impuestos es el fideicomiso Copa serie I y II.

- El importante crecimiento de los fideicomisos de préstamos de consumo, ya que cada vez son más las empresas que recurren a esta fuente alternativa de financiación debido a que es una forma de obtener fondos a tasas razonables, calzar los plazos y las tasas de interés evitando perjudiciales descalces financieros que *podieran* provocar fuertes quebrantos y la imprevisibilidad de los negocios. Esto es producto de las sucesivas crisis que le tocó atravesar al país y que hicieron muy difícil el acceso de las pequeñas y medianas empresas al crédito bancario, o a la sindicación.

Dentro de las securitizaciones de consumo se encuentran diversos tipos de instrumentos como pueden ser las de pagarés originados por negocios de electrodomésticos (como por ejemplo Garbarino/Compumundo o Frávega), también se encuentran activos como préstamos personales originados por bancos (Banco Macro, Banco Velox), cupones de tarjeta de crédito (Favacard), cheques de pago diferido (Samsung, Nuevo Banco Industrial de Azul), etc.

- El escaso porcentaje de securitizaciones de hipotecas, se debe a que en la Argentina no existe un marco legal adecuado a nivel nacional para estandarizar los textos de las hipotecas y las condiciones básicas que deben reunir para promover la securitización de las mismas.

Cada provincia argentina cuenta con regímenes especiales para la constitución de hipotecas y diferentes impuestos que gravan la constitución de las mismas. Por ejemplo en la provincia de Buenos Aires se necesita el servicio de un agrimensor para poder vender o gravar una propiedad.

Por otro lado los inversores hipotecarios se encuentran con graves problemas para iniciar las ejecuciones hipotecarias ya que los juicios son lentos y muy costosos. Las leyes argentinas protegen en demasía al deudor permitiéndole diversas maniobras tendientes a demorar la entrega del bien hipotecado. También hay legisladores que promueven la suspensión de todos los juicios hipotecarios en beneficio del deudor con graves perjuicios para los acreedores, sin darse cuenta que de esa forma están anulando un instrumento internacionalmente probado como lo es el crédito hipotecario. Por todo lo expuesto no es posible constituir una masa crítica razonable como para hacer atractiva una securitización en serie.

Es importante destacar que el caso del Banco Hipotecario es una excepción, pues con su cobertura nacional y su liderazgo en el sector ha podido realizar algunas securitizaciones exitosas pero en pequeña escala.

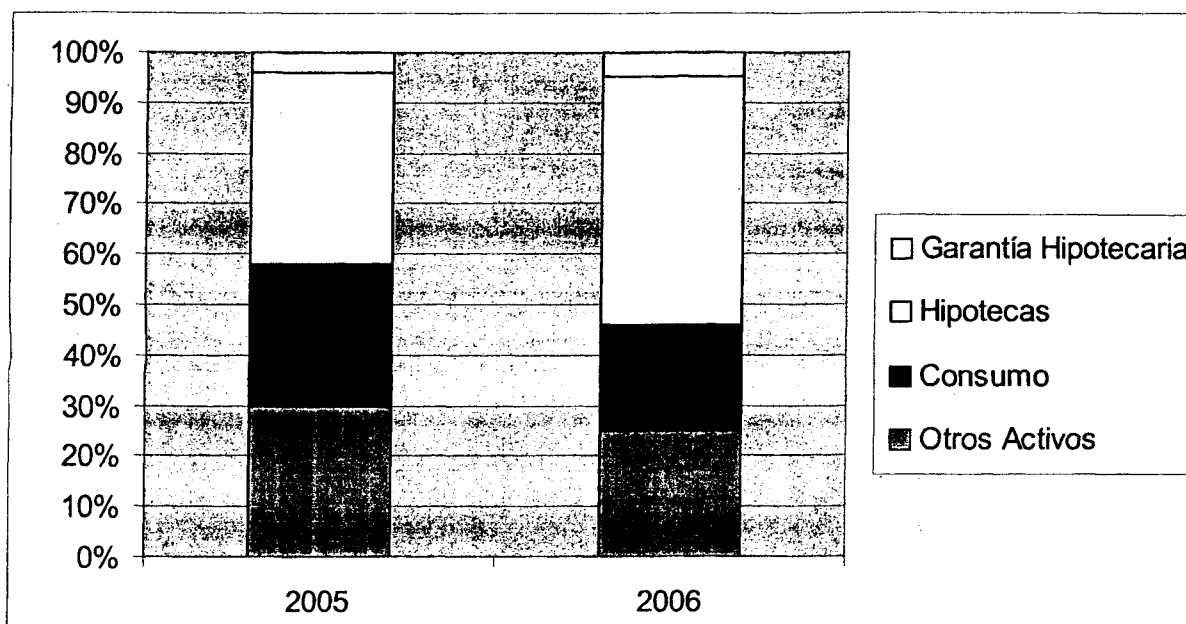
- Por último, con respecto a las securitizaciones de prendas es muy usual en países como EEUU.; Canadá y en algunos Europa (como Alemania, Francia, Inglaterra, Italia y Holanda, que son los principales emisores de fideicomiso financieros).

En la Argentina es un negocio que no tiene mucho éxito debido a que las mismas terminales automotrices a través de sus propias Compañías Financieras comenzaron a ofrecer la financiación adecuada para la compra de los vehículos nuevos.

Estos se hacen mediante el uso de la prenda con registro pero al solo efecto de constituir una garantía ya que el crédito prendario queda en poder de la empresa financiera perteneciente a la terminal y no es comercializada, salvo excepciones. Una de estas excepciones es el fideicomiso de Mercedes Benz Leasing (Debis) que lleva emitidas 2 series por un total de U\$S 120 millones, en el cual el activo subyacente consiste en la securitización de todo tipo de utilitarios.

6.2 Clase de Activos Securitizados en Europa

Activos / Año	2005	2006
Consumo	30%	21%
Hipotecas	38%	49%
Garantía Hipotecaria	4%	5%
Otros Activos	28%	25%



Fuente: Deloitte & Touche Corporate Finance

A diferencia de los activos fideicomitidos en la Argentina, vemos que en Europa las hipotecas alcanzan casi el 50% de los bienes securitizados, luego de haber tenido un importante crecimiento en el año 1999.

Esta diferencia se debe principalmente a que la Argentina no cuenta con un marco legal transparente y ágil que facilite la disponibilidad de acciones judiciales rápidas y poco costosas para recuperar los créditos fideicomitidos.

Por otro lado, los fideicomisos de consumo que representaban el 21% de las securitizaciones, disminuyeron con respecto al año anterior en el cuál estos alcanzaron el 30%.

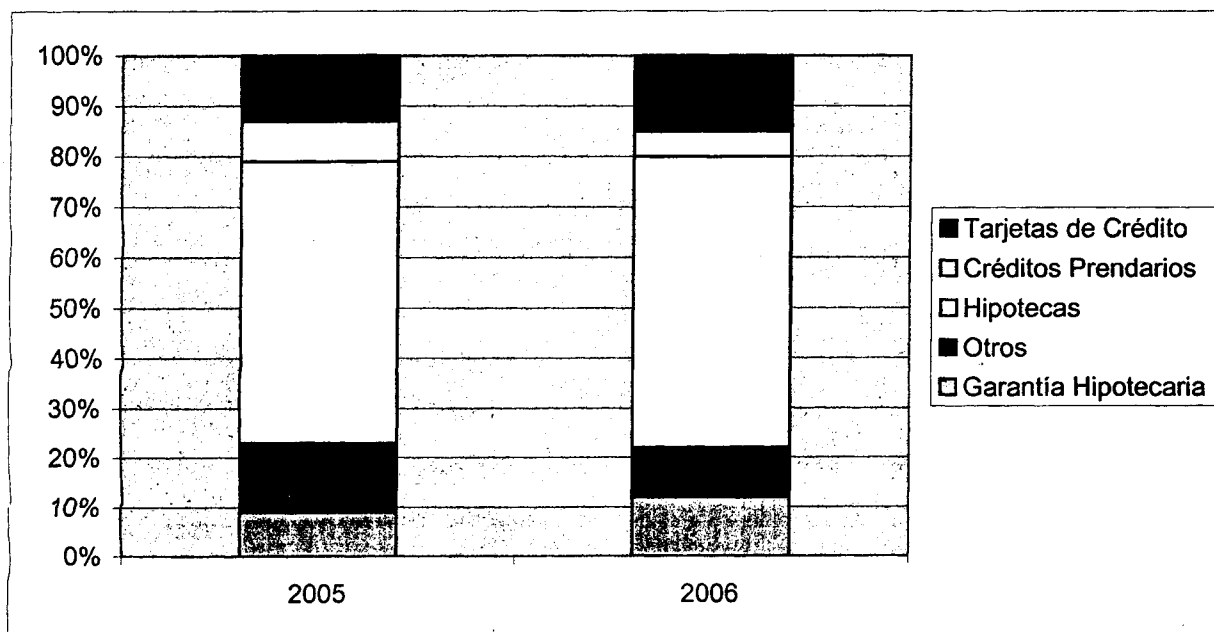
En este caso es importante destacar que a diferencia de países como la Argentina, donde es más difícil acceder al mercado de capitales para la emisión y suscripción de acciones por el alto costo que esto significa, en Europa la obtención de financiamiento mediante la ampliación del capital de las empresas es mucho más común y por lo tanto las empresas retienen sus activos financiándolos mediante

otros recursos como ser la suscripción de nuevas acciones para la ampliación del capital propio.

Prueba de ellos es la gran cantidad de recintos de negociación bursátil, ya que en cada país existen varias entidades donde se negocian los títulos valores en varias ciudades distintas aun dentro de un mismo país. Los bajos volúmenes que se negocian en la Bolsa de Buenos Aires y en Mercado Abierto Electrónico de Buenos Aires (MAE) son prueba suficiente del escaso interés en papeles privados que tiene el inversor particular argentino.

6.3 Clase de Activos Securitizados en EEUU

Activos / Año	2005	2006
Garantía Hipotecaria	9%	12%
Hipotecas	56%	58%
Créditos Prendarios	8%	5%
Tarjetas de Crédito	13%	15%
Otros	14%	10%



Fuente: Deloitte & Touche Corporate Finance

A diferencia de los activos fideicomitados en la Argentina, vemos que los fideicomisos hipotecarios en EEUU representan un poco más del 60% de las securitizaciones (porcentaje aún mayor que el de Europa). Esto se debe a la existencia de un mercado de préstamos a largo plazo (30 años) que permite que la gran mayoría de la población acceda a su vivienda propia mediante un pequeño pago al contado y luego una amplia financiación del saldo del precio mediante una financiación hipotecaria. Este tipo de operaciones genera un importante mercado secundario ya que son diversos los fondos de pensiones y compañías de seguros que debido a la estabilidad de sus inversiones prefiere invertir en productos securitizados de hipotecas.

Por otro lado, es también muy conocido la importancia del uso de las tarjetas de crédito en el mercado norteamericano por lo que también ha tomado gran auge la securitización de cupones de tarjetas de crédito y el prendario en menor medida.

Cabe destacar que con la excepción del mercado de hipotecas los otros tipos de activos que bien podrían ser securitizados pierden relevancia ante el tamaño y facilidad de acceso a los mercados de capitales y de emisión de bonos de deuda empresaria. Es tan amplio el mercado que hasta es posible que las empresas con pésimo rating financiero puedan conseguir financiación mediante los llamados "bonos basura".

También con respecto a la financiación, el mercado de capitales está al alcance de todo tipo de pequeñas y medianas empresas mediante los IPO (Initial Public Offering), ya que este instrumento permite a las empresas emitir acciones y así obtener los fondos necesarios para su expansión, por lo que la venta de activos securitizados no tiene la relevancia que tendría que tener acorde al tamaño de la economía.

VII) Perspectivas de Crecimiento de la Securitización en Argentina

Desde sus comienzos hace menos más de 10 años, ya que la primera securitización se realizó en octubre de 1996 (entre el Grupo Frávega y el Banco Tornquist, llamada Consubond I), el mercado de la securitización en Argentina ha ido tomando forma influenciado por una combinación de características propias como:

- Bajos niveles de intermediación financiera.
- Mercados de capitales locales poco desarrollados para los bonos corporativos.
- Entornos altamente regulados.

Como resultado, la emisión de bonos estructurados en el mercado de capitales hizo surgir una fuente de financiación interesante para las pequeñas y medianas empresas del país. Todo esto fue posible gracias al desarrollo de varios factores que están contribuyendo a la securitización como por ejemplo: los cambios en los marcos legales, regulatorios e impositivos, la privatización del sistema de pensiones (AFJP), conjuntamente con el desarrollo de una comunidad de inversores locales interesados en invertir en este tipo de productos.

Aunque todavía queda como desafío, mejorar el nivel de información de todos los participantes, desarrollar el mercado secundario, lograr un mayor desarrollo del sector exportador, y la mayor participación de compañías de seguro y ART, fondos comunes de inversión, y especialmente de las AFJP y Bancos.

Los conceptos desarrollados en el presente trabajo final acerca de las ventajas de los fideicomisos financieros han sido puestos a prueba durante el año 2002, ya que demostró que sigue siendo una herramienta de inversión y financiación, quizás la única, ya que se puede seguir utilizándola sin necesidad de que el sistema financiero argentino se haya recompuesto en forma total.

Como perspectivas de crecimiento futuro, es importante resaltar que la participación de la banca es al sólo efecto de administrar, como un intermediario entre tomador e inversor, la tarea de confeccionar los Fideicomisos y luego cobrar y pagar.

Cabe mencionar que las AFJP, las Compañías de Seguros y de ART siguen recaudando mensualmente gran cantidad de fondos que no podrán ya invertir en títulos públicos o en simples depósitos a plazo fijo en los bancos, pudiendo de esta forma financiar a los negocios relacionados con el comercio exterior vía pre financiación de exportaciones o a través de la constitución de fideicomisos agrícolas.

En comercio exterior este instrumento requiere que la empresa exportadora ceda contratos futuros con clientes investment grade para constituir el activo subyacente del fideicomiso. Una vez que se tiene el activo subyacente, se constituye el fideicomiso y se emiten títulos valores que sirven para prefinanciar las exportaciones. Finalmente, cuando el cliente paga y dichos fondos son transferidos a la administradora fiduciaria, es ésta quien se encarga de pagar a los acreedores. Cabe destacar que los tenedores de los certificados de participación tienen mucha seguridad de cobrar porque los clientes internacionales son de alta calificación. Los sectores más atractivos para los inversores son el cerealero, el petrolero y el lácteo, donde empresas como Cargill y Perez Companc son además bien vistas.

Esto es posible debido a que la devaluación incrementó la competitividad de los exportadores, que ahora requieren de fondos frescos para financiar su expansión y recomponer su capacidad de trabajo, y que dado la falta de crédito bancario existente sería casi imposible obtener.

De esta manera, los bancos actúan simplemente como intermediarios al administrar y colocar los títulos en el mercado, y estos tienen el respaldo de clientes internacionales y empresas exportadores de primera línea, haciendo del fideicomiso una buena alternativa de inversión para AFJP, bancos y personas físicas.

VIII) Conclusión

De acuerdo con todo lo expuesto podemos ver cómo una empresa logra obtener financiación mediante este nuevo instrumento llamado "fideicomiso financiero".

Los puntos más importantes son los siguientes:

- Al poder una empresa separar los mejores activos que la conforman e introducir las mejoras crediticias mencionadas exigidas por las calificadoras de riesgo, se logra obtener una mejor calificación para estos nuevos activos fideicomitidos.
- Al separar los activos, estos se aíslan del riesgo de insolvencia que pueda tener la empresa que los originó y de esta forma se logra mejorar los ratios financieros. Esto se debe a que se adelantan los flujos de fondos futuros al poder transformarse en títulos que luego son colocados entre los diferentes inversores en el mercado de capitales.
- El otorgar mayor liquidez a la empresa le permite por un lado hacer frente a sus obligaciones de corto plazo con los proveedores, ya que financieramente es inviable la financiación de los productos a los clientes y el pago casi inmediato a los proveedores (comúnmente llamado calzar activos y pasivos), y por otro lado le facilita la posibilidad de hacer nuevas inversiones para aumentar los puntos de venta producto del aumento de la capacidad crediticia.
- También es importante destacar, como pudimos observar anteriormente, que los costos asociados al fideicomiso son inferiores a los costos impositivos que tendría la empresa de no utilizar el mismo, siendo esto una ventaja importante ya que optimiza el costo fiscal.

Todas estas ventajas que tiene el fideicomiso, que se enumeraron al comienzo y que se fueron explicando en el caso práctico no serían posibles de no haber un marco legal que permita este tipo de operaciones. Me refiero a que las empresas pueden acceder a esta financiación gracias a la demanda de estos títulos por parte de los inversores institucionales y de las personas físicas que invierten en ellos.

La gran difusión e impulso que tomó este instrumento dentro de las AFJP, bancos, compañías de seguro, casas de bolsa y personas físicas hace posible a muchas empresas salir al mercado de capitales financiándose a tasas mejores y contribuyendo a desarrollar un mercado de capitales más importante del que existe actualmente en el país.

Por otro lado, los acontecimientos vividos por el país y su economía, con la declaración del default de la deuda pública Argentina, la pesificación forzosa de las obligaciones pactadas en dólares, la ruptura de todos los contratos privados y la cesación de pagos de la mayoría de los grandes grupos económicos han puesto a prueba al producto financiero definido como Fideicomiso Financiero.

Por lo tanto pocas veces se ha tenido la oportunidad de desarrollar un producto financiero ponderando sus muchas ventajas frente a otros productos financieros y en tan corto tiempo se ha tenido la oportunidad de comprobar su eficacia ante tamaña ruptura de las relaciones contractuales económicas y sociales.

Como ha quedado demostrado en la presente conclusión, he desarrollado un esquema novedoso de financiación y ahorro y he demostrado que a pesar de haberse roto todas las relaciones contractuales vigentes, el producto ha sido capaz de evitar pérdidas para los inversores y les ha permitido a los tomadores de los fondos continuar con su financiación habitual en los términos originalmente pactados, ratificando de esta forma todas las virtudes del Fideicomiso Financiero las cuales me he encargado de resaltar.

IX) Anexos

I) Costos derivados de la Securitización (en pesos)

Mes	Comisión de emisión	Calificadora de riesgo	Comisión Fiduciario	Ases. Impositivo	Derecho de Cotización	Ases. Legal	Auditoría	Publicaciones	Total Gastos
1	184.802	5.200	2.000	1.500	6.706	15.000	600	800	216.608
2			2.000	500			600	200	3.300
3			2.000	500			5.600	200	8.300
4		5.200	2.000	500			600	200	8.500
5			2.000	500			600	200	3.300
6			2.000	500			5.600	200	8.300
7			2.000	500			600	200	3.300
8		2.600	2.000	500			600	200	5.900
9			2.000	500			5.600	200	8.300
10			2.000	500			600	200	3.300
11			2.000	500			600	200	3.300
12			2.000	500			5.600	200	8.300
13			2.000	500			600	200	3.300
14			2.000	500			600	200	3.300
15			2.000	500			5.600	200	8.300
16			2.000	500			600	200	3.300
17			2.000	500			600	200	3.300
18			2.000	500			5.600	200	8.300
19			2.000	500			600	200	3.300
20			2.000	500			600	200	3.300
21			2.000	500			5.600	200	8.300
22			2.000	500			600	200	3.300
23			2.000	500			600	200	3.300
24			2.000	500			5.600	200	8.300
25			2.000	500			600	200	3.300
26			2.000	500			5.600	200	8.300
Total	184.802	13.000	52.000	14.000	6.706	15.000	60.600	5.800	351.908

A los costos de \$ 351.908 que surgen de este cuadro, hay que sumarle el costo de underwriting que es de \$ 55.440 (éste importe surge de multiplicar el importe del Bono A a ser colocado en el mercado \$ 14.784.175 por 0,375% que es el costo de underwriting).

En este caso hacemos el supuesto de que la empresa hace un underwriting, que es un compromiso por parte del agente colocador de quedarse con los títulos remanentes, si estos no fueran vendidos en su totalidad. La otra modalidad que es conocida como best efforts, no tiene ningún costo adicional a la securitización.

II) Rendimiento neto del bono subordinado

Mes	Capital	Rendimiento	Saldo	Gtos. Fideicomiso	Rto. Neto
			3.696.044		
1	353.969	454.957	3.342.074	272.048	182.909
2	429.247	469.321	2.912.827	3.300	466.021
3	385.876	340.934	2.526.951	8.300	332.634
4	378.550	277.311	2.148.401	8.500	268.811
5	348.763	225.464	1.799.638	3.300	222.164
6	302.027	197.965	1.497.611	8.300	189.665
7	267.770	156.863	1.229.841	3.300	153.563
8	219.263	134.286	1.010.578	5.900	128.386
9	192.702	109.766	817.875	8.300	101.466
10	163.708	76.195	654.167	3.300	72.895
11	138.132	70.246	516.036	3.300	66.946
12	110.674	52.616	405.362	8.300	44.316
13	90.703	43.243	314.659	3.300	39.943
14	70.020	31.872	244.639	3.300	28.572
15	60.320	25.781	184.318	8.300	17.481
16	49.227	19.218	135.091	3.300	15.918
17	41.457	13.278	93.634	3.300	9.978
18	30.976	9.510	62.658	8.300	1.210
19	23.842	6.009	38.817	3.300	2.709
20	15.466	3.870	23.351	3.300	570
21	10.473	2.334	12.878	8.300	(5.966)
22	5.907	1.105	6.971	3.300	(2.195)
23	3.832	688	3.140	3.300	(2.612)
24	2.032	285	1.108	8.300	(8.015)
25	1.062	105	46	3.300	(3.195)
26	46	4	0	8.300	(8.296)
Total	3.696.044	2.723.225		407.348	2.315.877

El rendimiento neto surge de la diferencia del rendimiento del Bono B menos los costos asociados al fideicomiso.

En la columna de gastos de fideicomiso (anexo I) se agrega el costo de underwriting.

III) Alternativas Comparadas

En este caso se comparan los rendimientos de una cartera no securitizada vs. una cartera securitizada.

Cartera no Securitizada					
Mes	Capital	Interés	Saldo	Imp. a las gcias	Total
			18.480.219		-18.480.219
1	1.769.847	625.076	16.710.372	218.777	2.176.146
2	2.146.236	623.148	14.564.136	218.102	2.551.282
3	1.929.380	475.004	12.634.756	166.251	2.238.132
4	1.892.752	393.620	10.742.004	137.767	2.148.605
5	1.743.815	324.349	8.998.189	113.522	1.954.642
6	1.510.136	280.797	7.488.054	98.279	1.692.654
7	1.338.849	225.794	6.149.205	79.028	1.485.615
8	1.096.317	190.893	5.052.888	66.812	1.220.398
9	963.512	156.280	4.089.375	54.698	1.065.094
10	818.538	113.840	3.270.837	39.844	892.534
11	690.659	100.356	2.580.179	35.124	755.890
12	553.369	76.368	2.026.809	26.729	603.008
13	453.514	61.900	1.573.295	21.665	493.749
14	350.102	46.355	1.223.194	16.224	380.232
15	301.602	37.041	921.591	12.964	325.679
16	246.135	27.702	675.456	9.696	264.141
17	207.287	19.495	468.170	6.823	219.959
18	154.879	13.819	313.291	4.837	163.861
19	119.208	8.893	194.083	3.113	124.989
20	77.329	5.657	116.754	1.980	81.006
21	52.366	3.408	64.388	1.193	54.581
22	29.533	1.698	34.855	594	30.637
23	19.158	1.009	15.698	353	19.814
24	10.158	429	5.540	150	10.437
25	5.312	156	228	55	5.414
26	228	6	(0)	2	232
Total	18.480.219	3.813.095		1.334.583	

Para el flujo de fondos de la cartera no securitizada el rendimiento es del 30% (TIR). La fórmula que se utiliza para hacer este cálculo es la tir y no per.

Cartera Securitizada Bono B					
Mes	Capital	Rendimiento	Saldo	Gastos	Rto. Neto
			3.696.044		-3.696.044
1	212.382	454.957	3.483.662	272.048	395.290
2	257.548	469.321	3.226.114	3.300	723.569
3	231.526	340.934	2.994.588	8.300	564.159
4	227.130	277.311	2.767.458	8.500	495.941
5	209.258	225.464	2.558.200	3.300	431.422
6	181.216	197.965	2.376.984	8.300	370.881
7	160.662	156.863	2.216.322	3.300	314.225
8	131.558	134.286	2.084.764	5.900	259.944
9	115.621	109.766	1.969.143	8.300	217.087
10	98.225	76.195	1.870.918	3.300	171.120
11	82.879	70.246	1.788.039	3.300	149.825
12	66.404	52.616	1.721.635	8.300	110.720
13	54.422	43.243	1.667.213	3.300	94.364
14	42.012	31.872	1.625.201	3.300	70.584
15	36.192	25.781	1.589.008	8.300	53.673
16	29.536	19.218	1.559.472	3.300	45.454
17	24.874	13.278	1.534.598	3.300	34.852
18	18.585	9.510	1.516.012	8.300	19.795
19	14.305	6.009	1.501.707	3.300	17.014
20	9.279	3.870	1.492.428	3.300	9.850
21	6.284	2.334	1.486.144	8.300	317
22	3.544	1.105	1.482.600	3.300	1.349
23	2.299	688	1.480.301	3.300	-313
24	1.219	285	1.479.082	8.300	-6.796
25	637	105	1.478.445	3.300	-2.557
26	27	4	1.478.417	8.300	-8.269
Total	2.217.626	2.723.225		407.348	

Para el flujo de fondos de la cartera securitizada (Bono B), el rendimiento es del 61% (TIR) para un grado de incobrabilidad del 8%.

Cartera Securitizada Bono B					
Mes	Capital	Rendimiento	Saldo	Gastos	Rto. Neto
			3.696.044		-3.696.044
1	265.477	454.957	3.430.567	272.048	448.386
2	321.935	469.321	3.108.631	3.300	787.956
3	289.407	340.934	2.819.224	8.300	622.041
4	283.913	277.311	2.535.312	8.500	552.724
5	261.572	225.464	2.273.739	3.300	483.736
6	226.520	197.965	2.047.219	8.300	416.185
7	200.827	156.863	1.846.392	3.300	354.391
8	164.448	134.286	1.681.944	5.900	292.834
9	144.527	109.766	1.537.417	8.300	245.992
10	122.781	76.195	1.414.637	3.300	195.676
11	103.599	70.246	1.311.038	3.300	170.545
12	83.005	52.616	1.228.032	8.300	127.321
13	68.027	43.243	1.160.005	3.300	107.970
14	52.515	31.872	1.107.490	3.300	81.087
15	45.240	25.781	1.062.250	8.300	62.721
16	36.920	19.218	1.025.329	3.300	52.838
17	31.093	13.278	994.236	3.300	41.071
18	23.232	9.510	971.005	8.300	24.441
19	17.881	6.009	953.123	3.300	20.591
20	11.599	3.870	941.524	3.300	12.170
21	7.855	2.334	933.669	8.300	1.888
22	4.430	1.105	929.239	3.300	2.235
23	2.874	688	926.366	3.300	262
24	1.524	285	924.842	8.300	-6.492
25	797	105	924.045	3.300	-2.398
26	34	4	924.011	8.300	-8.262
Total	2.772.033	2.723.225		407.348	

Para el flujo de fondos de la cartera securitizada (Bono B), el rendimiento es del 113% para un grado de incobrabilidad del 5%.

Es importante destacar que para el cálculo de rendimiento para el Bono B que se queda la empresa, no estoy tomando en cuenta los fondos provenientes de la venta de los Bonos A entre los diferentes inversores. Estos fondos pueden ser destinados a la cancelación de deudas, expansión de la empresa o alguna otra inversión financiera.

IX) Bibliografía

- Fideicomiso Financiero Ley 24.441
- Securitización, Fideicomiso, FCI, Leasing Price Waterhouse
- Los partícipes en la Securitización – Silvio Lisoprawski
- CNV 290/97 Libro III: Fideicomiso
- Comunicaciones del BCRA
- Fuentes de los diarios Cronista Comercial y Ambito Financiero