

## FIDEICOMISOS FINANCIEROS

La securitización de activos consiste en la transformación de activos líquidos en títulos valores negociables (o *securities*).

Este mecanismo permite reagrupar un conjunto de activos —individualmente insignificantes— de manera que respalden una emisión de títulos valores para obtener fondos. En el mercado local, todo flujo de fondos futuros se puede “securitizar” mediante la conformación de un fideicomiso financiero.

El fideicomiso financiero permite 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. Las mismas se alcanzan mediante la colocación de títulos valores o participaciones en el flujo de fondos producidos por esos activos subyacentes.

Los originadores del fideicomiso financiero apuntan a financiarse a un menor costo por la disminución de la tasa de interés pagada y la mejora en los plazos. Por su parte, los inversores buscan un instrumento con mayores rendimientos y menores riesgos frente a otras alternativas.

### VENTAJAS

- Reduce el costo de endeudamiento, pues disminuye el riesgo total al aislar el riesgo del emisor.
- Otorga liquidez a los activos que no eran líquidos ni negociables.
- Amplía las alternativas de financiación sumándose a las utilizadas habitualmente por la empresa.
- Mejora los plazos de endeudamiento ya que permite contar con un plazo de financiamiento mayor al de los activos que lo respaldan.

#### **En la Argentina, los fideicomisos**

#### **financieros están regulados por la Ley**

#### **24.441, según la cual “habrá fideicomiso**

*cuando una persona (fiduciante) transmita la*

*propiedad fiduciaria de bienes determinados*

*a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla*

*en beneficio de quien se designe en el*

*contrato (beneficiario) y a transmitirlo al*

*cumplimiento de un plazo o condición al*

*fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario,*

*según lo determine el contrato”.*

- Elimina el descalce financiero en plazos y tasas: ya que los plazos de pago de los títulos se pueden ajustar a los vencimientos de los activos securitizados.
- Elimina las restricciones de endeudamiento que se aplican sobre los balances de la empresa: la securitización permanece fuera del balance del emisor, así éste puede continuar obteniendo financiamiento sin mostrar un alto nivel de apalancamiento.
- Elimina la intermediación bancaria.
- Brinda acceso a capitales extranjeros a un costo inferior al riesgo país.
- La calificación de la cartera securitizada es independiente de la calificación de la empresa.

#### **CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS SECURITIZADOS**

No cualquier cartera de activos es apta para armar un fideicomiso.

La principal condición que debe cumplir es la uniformidad en las características básicas de estos activos.

Por otra parte, el riesgo de los activos que conforman la cartera está inversamente relacionado con el precio de colocación de los títulos. Una cartera de títulos con alto riesgo se colocará a un precio muy bajo en el mercado, por lo cual la securitización tal vez no sea en ese caso el instrumento de financiación adecuada.

Para poder securitizar una cartera de activos, los mismos deberían que reunir las siguientes características:

- Homogeneidad de los activos
- Instrumentación adecuada
- Esquema de pagos preciso
- Flujo de fondos predecible en función de su comportamiento histórico y otras variables
- Atomización de la cartera
- Amortización total de los créditos a su vencimiento
- Alta liquidez
- Bajo porcentaje de morosidad e incobrabilidad de la cartera
- Disponibilidad de acciones judiciales ejecutivas que aseguren el rápido y poco costoso recupero de créditos fideicomitados.

## LAS PARTES INTERVINIENTES

- **Fiduciante:** Es el propietario del bien que se transmite en fideicomiso y es quien instruye al fiduciario acerca del encargo que deberá cumplir. Puede ser a la vez el beneficiario o el fideicomisario. Se puede reservar el derecho de dirigir el fideicomiso en materia de inversiones en todos sus aspectos y el de vigilar los actos que lo requieran.

Puede ser una persona física o jurídica. El fiduciante puede exigir rendiciones de cuentas al fiduciario y accionar ante su incumplimiento, puede también exigir la transmisión de los bienes y designar fideicomisarios sustitutos.

- **Fiduciario:** Es quien asume la propiedad fiduciaria y la obligación de darle el destino previsto en el contrato. En caso de incumplimiento de sus deberes, puede ser removido. Está obligado a actuar de buena fe. En caso de que el fideicomiso sea un fideicomiso financiero, el fiduciario deberá ser una entidad financiera o una sociedad autorizada por la CNV para actuar como fiduciario de un fideicomiso financiero. Puede ser una persona física o jurídica.

El fiduciario debe rendir cuentas a los beneficiarios y al fiduciante por lo menos una vez al año. Tiene derecho al reembolso de los gastos y retribución, a la separación del patrimonio y a la disposición de los bienes fideicomitados según lo acordado en el contrato.

- **Beneficiario:** Es aquel en cuyo beneficio se administran los bienes fideicomitados. Puede ser una persona física o jurídica. Puede o no existir al tiempo del otorgamiento del contrato. En el caso de que no exista, se deben detallar los datos que permitan identificarlo en el futuro. Se puede designar más de un beneficiario.

El derecho del beneficiario es transmisible. Tiene derecho a pedir al fiduciario rendición de cuentas, puede accionar contra el fiduciario por mal desempeño.

- **Fideicomisario:** Es quien se queda con la propiedad de los bienes fideicomitados al vencimiento del fideicomiso. En la mayoría de los casos los fideicomisarios son los beneficiarios del fideicomiso. Tiene derechos y obligaciones semejantes a las del beneficiario.
- **Operador:** Administra la cartera, operando como agente de cobro del producido de los activos. Provee al fiduciario, al fiduciante y al beneficiario de informes mensuales y anuales del estado de los activos y rendición periódica de cuentas acerca de los flujos percibidos y transferidos.

Si durante la ejecución del fideicomiso, nadie acepta el papel de beneficiario, ya que renuncian o se niegan a ocupar ese lugar, el beneficiario pasa a ser el fideicomisario. Si no existe éste último, el beneficiario será el fiduciante.

## **FIDEICOMISO FINANCIERO**

En el caso del fideicomiso financiero el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente **autorizada por la CNV** para actuar como fiduciario financiero. Beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos. Los títulos de deuda y los certificados de participación podrán ser objeto de **oferta pública**.

La solicitud de oferta pública es presentada por el emisor. Se podrá optar por solicitar la autorización de oferta pública de una **emisión** de títulos representativos de deuda o certificados de participación o de un **programa global** para la emisión de títulos representativos de deuda o certificados de participación, hasta un monto máximo, con o sin la posibilidad de reemisiones.

En caso de insuficiencia del patrimonio fiduciario, que impida la continuidad del fideicomiso, la ley establece un régimen que otorga a la asamblea de tenedores de títulos de deuda la solución al problema de la insuficiencia del patrimonio fideicomitado. El fiduciario citará a asamblea de tenedores de títulos de deuda para que la misma determine las normas de administración y liquidación del patrimonio. No se declarará la quiebra del patrimonio autónomo o separado ni del fiduciario.

## **Títulos de deuda**

Los títulos de deuda garantizados por los bienes fideicomitados pueden ser emitidos por el fiduciante, el fiduciario o un tercero. Cuando los títulos de deuda fueren emitidos por el fiduciario los bienes de éste no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitados. En este caso, los títulos de deuda deberán contener la siguiente leyenda: *Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán satisfechas exclusivamente con los bienes fideicomitados, conforme lo dispone el artículo 16 de la Ley N° 24.441.*

Cuando los títulos de deuda fueran emitidos por el fiduciante o por un tercero, las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso podrán ser satisfechas, según lo establecido, con la garantía constituida con los bienes fideicomitados, sin perjuicio de que el emisor se obligue a responder con su patrimonio o con los bienes fideicomitados exclusivamente.

En un fideicomiso financiero se pueden emitir una o varias clases de títulos de deuda. Por lo general, cada clase tiene distinto grado de subordinación, por ende distintos grados de riesgo y de rendimiento. Estos títulos pueden ser a tasa fija o a tasa variable de acuerdo con la decisión del inversor.

La subordinación de clases permite llegar a distintos tipos de inversores y les permite a los mismos armar carteras con distintos tipos de riesgo y rendimiento. La clase *senior* es la que cobra primero y tiene menor rendimiento ya que el riesgo es acotado. El pago del capital y el interés de las clases subordinadas dependen del cobro de la clase anterior. Las clases subordinadas tienen un mayor rendimiento a medida que aumenta el grado de subordinación, que compensa el riesgo.

### **Certificados de participación**

Los tenedores de certificados de participación fiduciarios tienen derecho a los rendimientos, a una cuota de propiedad y a los rendimientos o a una cuota del importe de la venta. Estos certificados no atribuyen un derecho de condominio sobre los bienes y rentas del fideicomiso, sino derechos personales o creditorios para exigir una cuota de condominio o su valor.

Los certificados de participación deben ser emitidos por el fiduciario. Los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso. Estas obligaciones serán exclusivamente satisfechas con los bienes fideicomitidos.

El inversor de los certificados de participación toma los riesgos del proyecto y obtiene un beneficio de sus rendimientos. Por lo general, estos certificados pagan amortización de capital y luego un porcentaje de las utilidades del proyecto.

### **Mejora de la calidad de crédito de la cartera de activos**

En un proceso de securitización, introducir garantías adicionales o mejorar las existentes permite disminuir el riesgo de la emisión y por lo tanto su costo financiero. La mejora de la calidad de la cartera de activos permite cubrir la posible insuficiencia de ingreso de fondos de los activos securitizados y por ende un incumplimiento de pagos

El incremento en las garantías se puede dar internamente por parte del emisor o a través de participantes externos.

#### **1. Mejoras internas**

- **Sobrecolateralización:** el monto de garantías es mayor al valor de los títulos emitidos.

- Subordinación de la emisión: se emiten distinta clase de títulos con distinto nivel de riesgo y rendimiento. Los títulos *senior* son los que primero cobran y reciben menor rendimiento. Los títulos subordinados cobran después, de acuerdo con el grado de subordinación, y reciben un rendimiento mayor en compensación del riesgo que corren.
- Exceso de flujo de caja: el flujo de fondos estimado de los activos securitizados es superior al interés que pagan los títulos, el excedente constituye un fondo de garantía.

## 2. Mejoras externas de la calidad del crédito

Este tipo de operaciones se da a través de cartas de crédito, pólizas de seguro o avales de terceros como sociedades de garantía recíproca. Un fideicomiso también se puede garantizar con un fideicomiso de garantía que se constituya dentro del primero.

### **FIDEICOMISOS FINANCIEROS EN LA BCBA**

En el mercado local se han emitido fideicomisos financieros a partir de 1996. Sin embargo, es después de 2001 cuando comienzan a tomar mayor fuerza y a reemplazar otras formas tradicionales de financiamiento en el caso de muchas empresas.

Según los bienes fideicomitados y el objeto del fideicomiso, se pueden enumerar varios tipos de fideicomisos que se han emitido en el mercado local. La importancia relativa de cada sector en el total de emisiones se va modificando con el tiempo de acuerdo al auge de los distintos sectores en la actividad económica local.

Entre los fideicomisos emitidos hasta la actualidad se pueden detallar los siguientes:

- Hipotecarios
- Inmobiliarios de construcción
- De consumo
- De tarjetas de crédito
- Estructurados de bonos públicos, obligaciones negociables, cheques de pago diferido y otros
- Agrícolas y forestales
- De exportación para grandes empresas y para pymes
- Comerciales

## La colocación

Al igual que con el resto de los instrumentos, los fideicomisos financieros deben ser autorizados por la Comisión Nacional de Valores para tener oferta pública. Al mismo tiempo, deben obtener el permiso de colocación en la bolsa en la cual deseen cotizar.

Una vez que obtienen estos dos permisos, se realiza el proceso de colocación en el denominado mercado primario. En esta etapa participa un ente colocador, quien se encarga en primera instancia de encontrar a los inversores que quieran comprar títulos de deuda y/o certificados de participación de ese fideicomiso.

El proceso se instrumenta generalmente mediante el sistema holandés, a través del cual se realiza una encuesta previa de precios o tasas a las que están dispuestos a participar los inversores. Una vez obtenidos todos los datos, el emisor y el colocador fijan un precio o tasa de corte a partir del cual se toman las ofertas. De esta forma, todos los inversores que ofrecieron un precio mayor o una tasa de descuento menor a la de corte quedarán dentro de la adjudicación y se verán beneficiados por la mejora de precios o tasas que presenta el precio o tasa de corte fijado.

Una vez que finalizó el proceso de colocación, los títulos de deuda y los certificados de participación —en caso que de estos tengan cotización— pasan a ser negociados en el mercado secundario. Allí se intercambian los títulos entre los distintos inversores a través de los intermediarios, que son las firmas de bolsa habilitadas por el mercado de valores correspondiente.

En el mercado secundario, el emisor del fideicomiso deberá presentar a la Comisión Nacional de Valores y a la Bolsa la información que la reglamentación vigente exija. De esta forma la Bolsa la hace pública por diversos medios para que todos los inversores puedan conocer las novedades y los resultados de los distintos títulos.