

El fideicomiso como instrumento reactivador

Usos, ventajas y aplicaciones

Nicholson y Cano Abogados, el Estudio líder en asesoramiento legal de fideicomisos en Argentina, se refiere a las ventajas y aplicaciones del instrumento de financiamiento más utilizado en la actualidad.

Por Mario Oscar Kenny y Marcelo Villegas*

La palabra "fideicomiso" es una de las más leídas actualmente en la prensa financiera. La falta de crédito originada por la crisis de 2001 hizo que este instrumento creciera y se popularizara como vehículo de financiamiento e inversión. Recordemos que el fideicomiso fue introducido en Argentina en 1995, por la Ley 24.441 e implica la transferencia de bienes de una o más personas (cada una, un "fiduciante") a otra (el "fiduciario") para que ésta ejerza la propiedad de los mismos en beneficio de terceros (los "beneficiarios").

El principal efecto es aislar los bienes fideicomitidos, integrando un patrimonio separado exento de la acción de los acreedores del fiduciario y del fiduciante. Sus virtudes son: a) efectivo aislamiento de riesgos; b) no está sujeto a la Ley de Concursos (en caso de insolvencia la ley prevé procedimientos más ágiles y menos onerosos sin intervención judicial); c) permite conformar negocios de inversión colectiva bajo una figura distinta de los tipos de sociedades comerciales, en un marco normativo menos formal y más adaptable a los distintos tipos de bienes y finalidades a cumplir; y d) en algunos casos, conlleva ciertas ventajas impositivas.

La adaptabilidad de los fideicomisos permite que sirvan para fines de



Marcelo Villegas y Mario Oscar Kenny

administración o de garantía, y que se puedan constituir como fideicomisos ordinarios o financieros. Los financieros son aquellos donde los derechos del beneficiario están incorporados en valores negociables (valores de deuda y/o certificados de participación) que pueden negociarse en el mercado de capitales. El fideicomiso financiero permitió el desarrollo de la titulización de activos, negocio que consiste en afectar una cartera de créditos o bienes generadores de un flujo de fondos, que constituirán la fuente de pago de valores negociables que se colocan en el mercado.

En un principio, los fideicomisos financieros estuvieron destinados en su mayoría a financiar la venta de productos

de consumo (Consubond de Banco Sáenz-Frèvega, Garbarino, Tarjeta Shopping, Megatone y Bonesi, entre otras), pero actualmente la herramienta se utiliza también para financiar a las propias entidades financieras, así como empresas de servicios y de financiamiento no bancario, titulizándose préstamos personales y comerciales, facturación por ventas o servicios, créditos prendarios e hipotecarios, y los derivados de operaciones de *leasing*.

El monto en circulación de valores fiduciarios está creciendo día a día, convirtiendo al fideicomiso financiero en la vedette del mercado: sólo en el primer cuatrimestre del año se han colocado 33 fideicomisos financieros por oferta

pública, por un valor nominal de 1.213 millones de pesos.

Quiénes pueden utilizarlo

Puede recurrir a esta vía de financiamiento cualquier empresa que tenga activos -presentes o futuros- susceptibles de generar fondos que sean atractivos para los inversores y con los cuales -a través de su incorporación a un fideicomiso para emitir bonos sobre su base- pueda instrumentarse un financiamiento a costo menor -o mayor plazo- que las alternativas tradicionales de financiamiento bancario.

Desde el punto de vista de los inversores, el instrumento muestra dos claros atractivos: 1) pagan una renta mejor que los depósitos a plazo fijo bancarios, y 2) tienen un bajísimo nivel de riesgo (casi todos los bonos fiduciarios de primer nivel tienen una calificación de riesgo "AA", e incluso algunos "AAA"), siendo destacable que no hubo cesación de pagos de ningún fideicomiso financiero por causa de la devaluación y la consecuente crisis, y en los casos que resultaron afectados por la pesificación los fideicomisos fueron reestructurados exitosamente. Por otra parte, las rentas y ganancias de capital de los valores fiduciarios colocados por oferta pública están exentas de impuesto a las ganancias.

Los fideicomisos que vienen

Para estructurar negocios de inversión en activos reales, el fideicomiso ya ha mostrado sus bondades en la actividad

Nicholson y Cano: Estudio líder en fideicomisos

• Nicholson y Cano Abogados es el estudio líder en el asesoramiento legal de fideicomisos financieros en Argentina.

• Fue pionero en la estructuración de fideicomisos de tarjetas de crédito (Tarjeta Shopping), de mutuales (Sociedad Militar Seguro de Vida) y de empresas de servicios públicos (AES Generación Argentina I).

• Durante 2004, asesoró legalmente en casi el 80 por ciento de los fideicomisos financieros realizados en Argentina.

• En el primer cuatrimestre de 2005, intervino en 25 de los 33 fideicomisos emitidos (76 por ciento del total).

• Actualmente trabaja en la construcción de fideicomisos destinados a nuevos sectores, como el inmobiliario,

agrícola, forestal e inmobiliaria. El próximo campo de su desarrollo es el de la financiación de obras de infraestructura, donde ya se han constituido tres para el financiamiento de la ampliación o construcción de gasoductos, y hay proyectos avanzados para emplearlos como vehículos para canalizar recursos de inversores del mercado a obras de redes urbanas de gas, instalación de generadoras eléctricas y construcción de caminos, así como otros emprendimientos de financiamiento de infraestructura bajo esquemas de *project finance*.

*Socios de Nicholson y Cano Abogados



BANCO DE VALORES

La securitización como estrategia de financiamiento

Por José Luis Garófalo

Desde 1996, la securitización se constituyó en fuente alternativa de financiamiento e instrumento de ahorro e inversión para el mercado. Ha sido utilizada gradualmente por diferentes tipos de compañías (bancarias, financieras, comerciales y exportadoras, entre otras) y con distintos activos (créditos personales, comerciales, prendarios, hipotecarios, cheques de pago diferido y facturas comerciales, entre otros).

La bondades de este instrumento residen en su flexibilidad y eficiencia financiera. A estos factores se suman el interés de los inversores debido a una buena relación riesgo-rendimiento. A su vez, a partir del alto grado de cumplimiento demostrado históricamente, le permiten en la actualidad ser uno de los principales vehículos que utiliza el mercado para poder vincular la oferta y la demanda de liquidez.

La securitización es el proceso por el cual se emiten títulos cuyo cobro tiene como respaldo el flujo de fondos generados por un conjunto de activos que constituyen un patrimonio separado de la compañía. El vehículo legal utilizado habitualmente es el fideicomiso financiero. De esta forma, los emisores obtienen una herramienta de fondeo que se adapta al ciclo de sus negocios, mientras que los inversores cuentan con

otra herramienta que aísla los riesgos, con rendimientos y plazos de repago atractivos.

Por lo tanto, se puede decir que el mercado ha desarrollado alternativas a las formas de financiamiento tradicionales. Esta tendencia implica hacer foco, principalmente, en el financiamiento basado en los flujos de fondos que generan los activos de las compañías. Esto significa que las empresas encuentran financiamiento a partir de sus propias capacidades de generar activos con flujos de fondos predecibles, más allá de sus características patrimoniales.

Estas particularidades ofrecidas por la securitización le permiten a las compañías diseñar su estrategia de financiamiento ampliando su menú de opciones.

La flexibilidad y autonomía otorgada por la securitización es utilizada para incrementar ventas a plazo y mejorar capacidades comerciales, al adaptar las financiaciones otorgadas a las necesidades y capacidades de sus clientes. Por otro lado, esta herramienta también es utilizada para generar el fondeo requerido en los planes de inversión, atando el repago del mismo al ciclo de cada proyecto.

Si se analizan las emisiones en el mercado argentino se observa que quienes han entendido el funcionamiento y han capitalizado las flexibilidades de la securitización han sido los *retailers* y las



José Luis Garófalo

compañías de créditos de consumo. Esto se basa en una estrategia financiera, que requiere un diseño y una planificación específica para la realidad de cada empresa, posibilitando transformar su venta financiada en cuotas, en liquidez inmediata, así como acotar riesgos y acceder a menores costos financieros ingresando al mercado de capitales.

Hasta la fecha se han emitido operaciones de securitización con ABS (Asset Back Securities) por más de 6 mil millones de pesos/dólares. Desde el 1º de enero de 2005, se han realizado 37 emisiones por un total de 1.325 millones de pesos, que representan el 77 por ciento

del total emitido durante 2004.

Es importante destacar que la securitización es posible en la medida en que existan activos que puedan ser securitizados y una adecuada planificación financiera. Por ello para iniciar este tipo de procesos es necesario evaluar los diferentes activos que cuentan las compañías y sus necesidades de financiamiento.

Los objetivos se centrarán en desarrollar las estructuras financieras que permitan lograr una adecuada sintonía entre los activos y los recursos necesarios, optimizando la relación costo-beneficio. La securitización debe entenderse como un proceso que, desarrollado adecuadamente, puede constituirse en un motor de financiamiento al cual necesariamente se le debe suministrar como combustible los activos generados apropiadamente por la compañía.

El equipo de profesionales que conforma la División *Corporate Finance*, de Deloitte, se ha especializado en securitizaciones desde 1995, y participó en operaciones con diferentes tipos de

activos por más de 3 mil millones de pesos-dólares. En particular, en las operaciones con créditos de consumo, ha participado en el 76 por ciento de las emisiones realizadas en 2004; y durante 2005, su participación se ubica en el 84 por ciento.

El rol desempeñado por Deloitte en estas operaciones se centra principalmente en asesorar a las compañías en el desarrollo de esta herramienta en el marco de una adecuada planificación financiera que le permita ampliar las alternativas de financiamiento mediante la utilización de la securitización.

Por último, se observa que la securitización se está afianzando en la Argentina como una herramienta alternativa de financiamiento y un producto altamente demandado por los inversores. En este sentido, las compañías tienen la oportunidad de sumarse a este mercado, para lo cual sólo requieren **decisión**.

* Socio de Deloitte, División *Corporate Finance*
Por José Luis Garófalo



BANCOPATAGONIA

Posemos una amplia y seria trayectoria en la emisión y administración de Fideicomisos con oferta pública. Participamos en 72 emisiones por \$1600 millones generando mercado a 24 originantes distintos.

<p>CMR Falabella I \$13.408.806</p> <p>Fiduciante CMR Falabella</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Mayo 2004</p>	<p>Tarjeta Nevada I \$15.000.000</p> <p>Fiduciante Tarjetas Cuyanas</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Junio 2004</p>	<p>Tarjeta Naranja I \$40.000.027</p> <p>Fiduciante Tarjeta Naranja</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Agosto 2004</p>	<p>CMR Falabella II \$20.631.898</p> <p>Fiduciante CMR Falabella</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Septiembre 2004</p>	<p>Ribeiro III \$20.032.616</p> <p>Fiduciante Ribeiro SACIFAEI</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Octubre 2004</p>	<p>Tarjeta Naranja II \$50.000.000</p> <p>Fiduciante Tarjeta Naranja</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Octubre 2004</p>	<p>Fava IV \$8.835.305</p> <p>Fiduciante Favacard S.A.</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Noviembre 2004</p>
<p>Tarjeta Nevada II \$16.000.000</p> <p>Fiduciante Tarjetas Cuyanas</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Diciembre 2004</p>	<p>CMR Falabella III \$21.400.011</p> <p>Fiduciante CMR Falabella</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Diciembre 2004</p>	<p>Columbia II \$40.434.638</p> <p>Fiduciante Banco Columbia</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Diciembre 2004</p>	<p>Pasaporte I \$5.962.000</p> <p>Fiduciante Banco Sáenz</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Diciembre 2004</p>	<p>Otero I \$3.845.984</p> <p>Fiduciante Uole S.A.</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Febrero 2005</p>	<p>Fava V \$11.046.729</p> <p>Fiduciante Favacard S.A.</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Febrero 2005</p>	<p>Tarjeta Naranja III \$64.001.363</p> <p>Fiduciante Tarjeta Naranja</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Marzo 2005</p>
<p>Ribeiro IV \$21.976.293</p> <p>Fiduciante Ribeiro SACIFAEI</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Marzo 2005</p>	<p>Finansur Prendas I \$10.063.586</p> <p>Fiduciante Banco Finansur</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Abril 2005</p>	<p>CMR Falabella IV \$30.000.000</p> <p>Fiduciante CMR Falabella</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Abril 2005</p>	<p>Columbia III \$25.004.906</p> <p>Fiduciante Banco Columbia</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Abril 2005</p>	<p>Ribeiro V \$20.050.827</p> <p>Fiduciante Ribeiro SACIFAEI</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Mayo 2005</p>	<p>Tarjeta Nevada III \$25.000.000</p> <p>Fiduciante Tarjetas Cuyanas</p> <p>Organizador, Agente colocador y Fiduciario. BANCOPATAGONIA</p> <p>Junio 2005</p>	

Emisiones
Abril 2004 a Junio 2005
www.bancopatagonia.com.ar

Las razones por las cuales los fideicomisos se convirtieron en el boom financiero

El fideicomiso financiero ha tenido un amplio desarrollo en los últimos tres años y se convirtió en la principal fuente de financiamiento que reinició el mercado de capitales después de la crisis de fines de 2001 demostrando ser el instrumento que mejor la ha superado. Las razones para ello se encuentran en dos elementos distintivos: uno estrictamente legal y otro del tipo económico. El primero está dado porque el fideicomiso, a diferencia de una obligación negociable u otro título de deuda, tiene la garantía encapsulada. Es decir, se constituye con un patrimonio de afectación fuera de aquellos del fiduciante y del fiduciario. Entretanto, este último administra el patrimonio exclusivamente en nombre de los beneficiarios del fideicomiso, es decir, en nombre de los tenedores de los títulos. El segundo elemento, el económico, radica en la atomización del riesgo porque la mayoría de los fideicomisos empaquetan una sumatoria de pequeños créditos de consumo, personales o hipotecarios que, a diferencia de lo que sucedió con algunos de los deudores corporativos, cumplieron puntualmente con sus compromisos durante toda la crisis. Es bueno aclarar que los fideicomisos no fueron inmunes a la pesificación, pero en su gran mayoría los deudores individuales, ya sea por revaluación de sus activos o, sobre todo, por preservar su capacidad crediticia, cumplieron con sus deudas.

Entonces la combinación de un patrimonio encapsulado con deudores atomizados probó ser una estructura a prueba de crisis, y esto no es poco para un país con la historia de la Argentina.

Las características de este mercado

Si se analizan los fideicomisos financieros emitidos desde fines de 2002 a la fecha no son más que un fiel reflejo de lo sucedido en la economía. Se trata de estructuras que se han generado en los dos sectores que dinamizaron la recuperación de la economía argentina durante los últimos dos años, el consumo de bienes durables (electrodomésticos) y el sector agro exportador. En relación a los plazos de los títulos emitidos, muy pocos fideicomisos han pasado la barrera del año de duración y, en ningún caso, se han observado estructuras donde exista una diferencia de monedas, es decir, únicamente se emite un fideicomiso denominado en dólares cuando los créditos fideicomitados tienen repago en dicha moneda.

Las características básicas en plazo y moneda, son los típicos de mercados que renacen de un *default* soberano: una fuerte concentración en plazos de hasta cinco meses de duración a tasas fijas y denominados en pesos. Cuando se alarga el plazo a más de cinco meses de duración, siempre en moneda local, nos encontramos con fideicomisos con tasas de interés variables, ya sea en función de una tasa de interés de referencia (BADLAR) más un *spread* o un ajuste por inflación (CER) más un *spread*, todos estos básicamente relacionados a la financiación de préstamos de consumo o tarjetas de crédito. Por otro lado, en relación a los títulos denominados en



Norberto Mathys, Héctor Fernández Saavedra y Alejandro Bedoya

dólares nos encontramos con plazos que están cercanos al año de duración como máximo, en este caso se trata de prefinanciación de exportaciones a pequeños y medianos productores agrícolas.

¿Cuál es el rol que ha desempeñado el Banco de Valores? El Banco de Valores se ha convertido en el principal fiduciario financiero de la Argentina. Este logro tiene varios fundamentos: en primer lugar, haber trabajado para desarrollar este mercado desde la misma sanción de la ley que regula a los fideicomisos en 1994. En segunda instancia, el Banco de Valores -la primera entidad financiera privada que alcanzó la máxima calificación por parte de Fitch y Moodys luego de la crisis-, se concentró rápidamente en retomar las operaciones en este mercado mientras el resto de la industria solucionaba problemas domésticos por efectos del *shock* de 2001. Por último, el Banco definió, hace más de una década, que dentro de su rol activo en el mercado de capitales y con el objeto de bajar el carácter cíclico de sus ingresos provenientes de su participación en las colocaciones primarias, tenía mucho sentido concentrarse en el segmento de la custodia de activos y es así que en dicho plazo se constituyó no sólo como el fiduciario más importante, sino el principal depositario de fondos comunes de inversión del mercado argentino.

El liderazgo en estos mercados fue posible porque el Banco entendió que para ser líder no sólo debía lucir independiente sino que debía serlo. Es decir, que no debía ser competencia de sus clientes en sus distintos segmentos. Esto implicó que el Banco de Valores no diera préstamos personales o hipotecarios, no emitiera tarjetas de créditos, no actuara en los mercados de sus clientes y, por lo tanto, cuando éstos ceden su cartera como fiduciantes no sólo perciben que toda la información de sus

propios clientes está a resguardo, sino que efectivamente lo está porque carece de valor comercial para nuestra entidad. Esta independencia le da un perfil único al Banco de Valores en el Mercado Argentino.

Ningún otro competidor del mercado de fideicomisos puede decir lo mismo, debido a que todos están en los mismos rubros que los fiduciantes.

Banco de Valores: principal fiduciario

La principal responsabilidad es ejercer la propiedad fiduciaria en interés y beneficio de los inversores. En los últimos 30 meses, el Banco de Valores constituyó 78 fideicomisos financieros por aproximadamente 1.700 MM de pesos. Por su parte, en la actualidad 70 fideicomisos se mantiene en régimen de oferta pública, lo que implica una estructura de recursos humanos y tecnológicos para originarlos y administrarlos.

En cuanto a la originación, el Banco de Valores mantiene el liderazgo de organizador y colocador (a través de los agentes y/o sociedades de Bolsa) junto con su principal socio que es Compañía Inversora Bursátil, con quienes estructuramos más de 65 operaciones en los últimos 24 meses. También hemos contado con el inestimable apoyo de garantizar para estructurar alternativas de financiamiento para productores agropecuarios y la originación creciente en forma conjunta con la Bolsa de Comercio de Bahía Blanca para estructuración de créditos de consumo. En relación a la administración, la custodia de la documentación se encuentra en un lugar apropiado que contiene todas las normas de seguridad para resguardar esta información con capacidad para, al menos, duplicar los activos físicos custodiados. Por otra parte se ha desarrollado un sistema electrónico de demanda que denominamos *e-book* y que permite que cualquiera de nuestros

colocadores ingrese las órdenes de sus clientes a través de una Intranet, preservando la confidencialidad de la oferta y aumentando la transparencia de la colocación.

Todos estos desarrollos han venido a solidificar la visión que tiene el Banco en relación al rol que debe cumplir el fiduciario en la Argentina, que implica mucho más que tener la titularidad de los activos que constituyen el fideicomiso sino también, y como rasgo esencial, el de ser diligente con la tarea que se le ha encomendado. Ser diligente en nuestro mercado es simplemente preservar y administrar los activos encomendados al menos de la misma manera con que el fiduciario preserva sus propios activos.

El Futuro

Creemos que en un futuro se incorporarán al mercado fideicomisos financieros de algunos sectores que necesitan compatibilizar los plazos de los créditos otorgados con los de sus recursos de financiación y minimizar el riesgo de descalce de tasas. Un serio candidato para acceder a este mercado es el sector financiero, dado que una de las lecciones de la crisis es que puede resultar oneroso financiar créditos a largo plazo con depósitos a 30 días. Este dato no es menor y seguramente vamos a ver mucho movimiento de entidades financieras ajustando los plazos de sus carteras (prendas, *leasing*, hipotecas).

Adicionalmente, creemos que podemos llegar a ver actividad por parte de grandes empresas que securiticen los créditos a clientes. En el caso de multinacionales, han recortado el crédito a sus clientes y si no los financian pierden mercado, en tal sentido el fideicomiso es ideal para instrumentar el "financiamiento fuera de balance ya que les permite a las empresas financiar a sus clientes sin asumir riesgos porque descargan inmediatamente los créditos otorgados en un fideicomiso. Es decir,

pueden seguir vendiendo a plazo sin violar las restricciones crediticias impuestas por sus casas matrices. En el caso de empresas locales, lo van a estar utilizando más que por motivos de riesgo crediticio, como en el caso de las multinacionales, por necesidades de financiamiento

Aspectos para perfeccionar el mercado

En lo que se refiere a los aspectos normativos consideramos que tanto la Comisión Nacional de Valores como la Bolsa de Comercio de Buenos Aires tienen la permanente inquietud de adaptar la normativa a las nuevas necesidades del mercado. Esto se logra sin violar su espíritu pero entendiendo que las normas no pueden ser ajenas a un mercado de capitales que tiene la dinámica propia de su economía. No *aggiornarse* al mismo sería interrumpir el nexo entre aquellos que tienen necesidad de financiamiento y aquellos inversores que tienen exceso de recursos.

De cualquier forma creemos que en tal sentido quedan cosas por hacer:

"Que cuando las calificadoras de riesgo elaboran el dictamen de calificación de un fideicomiso financiero y ponderan al fiduciario dentro de la calificación, no lo hagan por su capacidad para repagar un depósito, sino por su capacidad para administrar una cartera de activos fideicomitados y por su pericia para actuar en circunstancias extremas.

"Adicionalmente deberían realizar una evaluación de la capacidad de custodia y los resguardos que se toman para preservar los documentos que respaldan los derechos creditorios titulizados, por no decir que se debería verificar la efectiva custodia de dichos documentos en manos del fiduciario financiero.

"Se debería calificar el plan de contingencia en el caso eventual de la desaparición del fiduciante, así como la calidad del agente de cobro sustituto que lo reemplazaría en caso de algún evento.

"Debe ser ponderado en las calificaciones la existencia de un agente de control o revisión o *master servicer* que permite realizar un control por oposición de la información recibida por el fiduciante.

El objetivo no es otro que mejorar la calidad de los instrumentos que se emiten que, finalmente, implica la protección del inversor y, consecuentemente, un mayor desarrollo de nuestro mercado de capitales.

LOS NÚMEROS DE UN LÍDER

- 78 fideicomisos financieros emitidos en los últimos 30 meses por 1.800.MM de pesos. con una participación de mercado del 56 por ciento.
- 2.600.000 documentos bajo custodia.
- Elaboración de 216 estados contables trimestrales y 70 anuales para presentar a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- 153 cuentas recaudadoras.
- 205 valores fiduciarios emitidos vigentes.
- 72 pagos promedios mensuales de servicios.
- 126 libros de comercios lubricados

Un éxito comprobado

Los fideicomisos financieros pudieron sortear la crisis.



Nora Trotta

Es indudable que la crisis económica de 2001 afectó a todos los sectores. Pero algunos se recuperaron con mayor celeridad que otros. Es el caso de los fideicomisos, que se constituyeron en instrumentos reactivadores del sector financiero.

Nora Trotta, directora de Compañía Inversora Bursátil S.A. y presidente de Gainvest S.A., Societaria Gerente de FCI, sostiene esta teoría avalada por la casi todos los empresarios del sector. "Los fideicomisos financieros vienen mostrando un crecimiento sostenido desde los primeros meses de 2003 en que comenzaron a verse las primeras emisiones 'post-crisis'. Entretanto, la empresaria asegura que "durante el año pasado se alcanzó una cifra de emisiones superior a los 1.600 millones de pesos y estimamos un volumen superior a los 3.500 pesos para 2005. Es decir, durante el primer cuatrimestre del año ya se han concretado emisiones por un total de 1.213 pesos. Creemos que el éxito de este instrumento se debe a las múltiples bondades que presenta tanto para las empresas que obtienen financiamiento como para los inversores. Otro punto que contribuye a este auge es la excelente *performance* que los fideicomisos han demostrado a la fecha".

Asimismo, el volumen creciente de emisiones ha posibilitado que el fondo común de inversión Gainvest FF, primero y único del mercado local que invierte solamente en fideicomisos financieros, cuente con un patrimonio de 135 millones de pesos al 19 de Mayo de 2005.

USTED NECESITA UN SERVICIO A MEDIDA QUE SATISFAGA SUS NECESIDADES. NOSOTROS SE LO BRINDAMOS.

Ya sea una empresa mediana o el líder mundial en su sector, usted es único y sus necesidades son concretas y específicas. Nosotros le ofrecemos servicios a medida, de manera tal que pueda obtener exactamente aquello que necesita.

Ya han pasado 90 años desde que iniciáramos nuestra actividad en Argentina, y podemos asegurar que seguimos trabajando con el mismo entusiasmo y compromiso en pos de brindarle siempre a nuestros clientes la más alta calidad en productos y servicios.

Fideicomisos: 54 11 4320-0720

Banca Corporativa: 54 11 4320-0629

Making more possible



ABN AMRO BANK N.V. (el Banco) será responsable por las operaciones que realice su sucursal en la República Argentina. Sin embargo, dicha responsabilidad podrá estar limitada por disposiciones de la legislación argentina o por los términos y condiciones pactadas para cada una de las transacciones. En particular, es práctica establecer que ABN AMRO BANK N.V. no será responsable por eventos de riesgo político (caso fortuito o fuerza mayor) en Argentina que -entre otras consecuencias- puedan tener como efecto restringir, impedir o prohibir el pago y/o cumplimiento de las obligaciones asumidas con clientes y/o terceros. En tales casos, los clientes y/o terceros de la sucursal Argentina no estarán habilitados a reclamar al Banco (o a otras sucursales del Banco en el exterior de la Argentina) el pago de dichas obligaciones.



Compañía Inversora Bursátil actuó como agente colocador de las siguientes emisiones de fideicomisos financieros.

Empresa	Serie	Montos emitidos
Banco Saenz	Consubond XVIII a XXXI	\$ 372.448.000
Garbarino	Garbarino XIV a XXII	\$ 231.756.673
Red Megatone	Megabono I a VIII	\$ 182.996.746
	Confibono I a VI y VIII a IX	\$ 165.514.902
	Secubono I a VIII	\$ 163.612.006
Tarjeta Shopping	Tarshop VIII a XIII	\$ 120.266.275
AES	AES Generacion I	\$ 35.379.300
BONESI	BONESI II a VI	\$ 28.753.984
Meroli	Meroli I y II	\$ 8.542.237
Total emitido:		\$ 1.309.240.123

Fiduciario



Definiciones claras para el mercado

El fideicomiso, una de las instituciones jurídicas existente en nuestro derecho positivo, se actualizó con la ley 24.441, en 1995, con aspectos del derecho anglosajón, importantes para su utilización en la actividad económica, como hasta entonces, no se había registrado. Una explicación mundana puede brindar una idea muy clara sobre el fideicomiso. Llamada ley de la "construcción", facilitó para un proyecto inmobiliario, que las diferentes partes del mismo ya no debían articularse alrededor de aquella que más poder relativo detentaba. Podía ser el banco que, al proveer el financiamiento, los demás les cedían cosas o derechos.

Por su parte, las Pyme, necesitan un acceso al crédito eficiente, en términos de plazos y costos. En estos años, han aparecido soluciones imaginarias. Dadas las cualidades de patrimonio separado del patrimonio de la

Pyme, por ejemplo, se encuentran cedidos flujos de exportaciones. Asimismo, donde la cobranza de éstas se dilata en el tiempo, de transporte, de despacho a plaza, condiciones comerciales, crece la necesidad de crédito. El riesgo de *performance* o la obtención del producto final en tiempo y calidad establecidas por los compradores, ya no incide, pero faltan "n" meses para hacerse del efectivo. Si se incorpora un fideicomiso al cual se ceden los derechos de cobro de las exportaciones, con la contratación de seguros de crédito a la exportación, se podrá tomar, contra esos activos, financiación. Si se incorporara una Sociedad de Garantía Recíproca, con su aval de *performance*, para sus asociadas Pymes, en fideicomisos para empresas de producción primaria, muy chicas para que accedan al negocio de la exportación, además de la alianza estratégica con exportadores de envergadura y

llegada internacional, se lograría viabilizar el proceso de producción y su financiación.

Las mejoras crediticias para mitigar los riesgos de cumplimiento no son un tema menor, pues el patrimonio de afectación del fideicomiso deberá producir por sí solo la liquidez suficiente para cumplir con los Valores Representativos de Deuda (VRD) que el fideicomiso emitió.

Hoy, a través del mercado de capitales, se colocan nuevos fideicomisos, con rendimientos mayores que los típicos plazos fijos, con similares ventajas impositivas y con mejor instrumentación crediticia.

Contador Alfredo César Ferrarini
Administrador de Inversiones
Cohen S. A. Sociedad de Bolsa

Un banco con trayectoria en fideicomiso

Banco Patagonia posee una amplia trayectoria en la emisión de Fideicomisos con oferta pública, habiendo participado en 72 emisiones por aprox. 1.600 millones de pesos generando mercado a 24 originantes distintos.

Ofrece al fiduciante la experiencia de un líder con capacidad de brindar un servicio integral que incluye, la estructuración de la operación más adecuada, la venta del producto a los inversores y la administración de los

bienes fideicomitados.

Y ofrece al inversor la oportunidad de mejorar el rendimiento de sus inversiones sin incrementar el riesgo, porque nuestras emisiones poseen las mejores calificaciones, otorgadas por calificadoras de primera línea, con tasas superiores a las ofrecidas por alternativas similares de inversión.

Fabián Pirrone

Gerente Mercado de Capitales
Banco Patagonia