



Fideicomiso Financiero: impulsor del crédito a la agroindustria

BÁRBARA PÚZZOLO (*)

A finales del año 1994, con el dictado de la ley 24.441, y la posterior reglamentación de la Comisión Nacional de Valores (RG 271/95), nace una nueva alternativa de financiamiento a través del Mercado de Capitales: el Fideicomiso Financiero con Oferta Pública.

En 1996, el Banco Sáenz S.A. obtiene por primera vez financiamiento a través de esta novedosa herramienta, a través de la titulización de créditos personales otorgados por dicho banco vinculados a la compra de electrodomésticos en la cadena Frávega S.A.. Desde entonces le siguieron sus pares especializados en la venta de electrodomésticos, empresas que operan con tarjetas de crédito y con créditos personales en todas sus modalidades, algunos organismos

públicos para financiar obras de infraestructura y empresas del sector agroindustrial entre otros.

Fortalecido luego de la crisis del 2001/2002 (los activos subyacentes no “defaultearon”), y sumado a la retracción del crédito bancario, el instrumento pasó a convertirse en una de las fuentes de financiamiento más utilizadas por las empresas de consumo.

Resulta entonces interesante conocer los aspectos prácticos de este mecanismo financiero, de forma tal de detectar si la empresa que dirigimos o asesoramos tiene posibilidades de acceder al mismo. El presente artículo posee la finalidad de facilitar ese conocimiento.

(*) Gerente de Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A..



DEFINICIÓN

La definición de Fideicomiso la encontramos en el artículo 1° de ley 24.441 que expresa “que 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”.

En el presente artículo nos concentraremos en los Fideicomisos Financieros, es decir, aquellos Fideicomisos definidos en el párrafo anterior que adicionalmente cumplan con los requisitos exigidos por el artículo 19 de la mencionada ley: “(i) que el Fiduciario sea una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para actuar como fiduciario financiero, y (ii) que los derechos de los beneficiarios estén plasmados en certificados de participación o títulos representativos de deuda”.

Los títulos emitidos pueden ser colocados por oferta pública, para lo cual habrá que solicitar su autorización a la Comisión Nacional de Valores. Este trámite se realiza ante la Gerencia de Productos de Inversión Colectiva – Subgerencia de Fideicomisos Financieros y consiste en presentar para su revisión, un Prospecto cuyo contenido identificará el fideicomiso por el cual se emiten

los valores negociables, la descripción del fiduciario, fiduciante, agente de cobro y de custodia, la descripción de los valores fiduciarios emitidos, la/s calificación/es de riesgo otorgada/s, cuando corresponda, el detalle de los bienes fideicomitados, consideraciones de riesgo para la inversión y toda otra información que pueda resultar de interés al público inversor. En forma paralela, deberá solicitarse cotización de los valores fiduciarios en la Bolsa de Comercio en cuyo ámbito vayan a poder negociarse tales valores.

EL FIDEICOMISO FINANCIERO CON OFERTA PÚBLICA APLICADO A LA AGROINDUSTRIA

Si bien en gran medida los fideicomisos financieros con oferta pública se utilizan para dar liquidez (en la jerga bursátil “titulizar”) a créditos de consumo, desde Rosario Fiduciaria nos hemos fijado como misión fomentar el desarrollo del mercado de capitales financiando a los emprendimientos productivos que potencien el desarrollo de la región. Este objetivo no es casual, ya que nos encontramos insertos en la pampa húmeda y por ende, gran parte de nuestros clientes están vinculados a la agroindustria. De hecho, un 30% de nuestras operaciones está destinado a financiar la expansión de este importante sector de la economía real.

Las características particulares de la comercialización de



insumos (semillas, agroquímicos y fertilizantes) y maquinaria agrícola, hacen del fideicomiso una herramienta perfectamente amoldable a sus necesidades financieras. Especialmente para financiar los gastos de siembra de la cosecha gruesa, que es la que más insumos necesita. De esta forma, el productor puede obtener los insumos que necesita para la siembra (septiembre / octubre / noviembre) y pagarlos con el producido de la cosecha (mayo / junio / julio). El proveedor de tales insumos podrá facilitar el otorgamiento de ese financiamiento, al hacer luego líquidos los instrumentos de crédito (cheques de pago diferido, pagarés, letras de cambio, etc.) a través de la estructuración posterior del fideicomiso del que hablamos.

Desde el punto de vista del inversor (ahorrista), los valores negociables que adquiere (valores de deuda fiduciaria) se encuentran amparados por carteras de créditos atomizadas, con una incobrabilidad histórica muy baja y que en todos los casos cuentan con el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca o una subordinación tal (los denominados certificados de participación - CP) que le permiten en el peor de los escenarios afrontar pérdidas por hasta el 20% de la cartera, sin que se vea afectado el pago del título senior (los valores de deuda - VDF). De hecho, los fideicomisos bajo administración de Rosario Fiduciaria que habían titulado créditos de la campaña 2008/2009, pese a haber sufrido la peor sequía de los últimos 50 años, no registraron ningún atraso en el pago de los ser-

vicios previstos para los valores fiduciarios emitidos.

En función de la experiencia adquirida, en Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. se han desarrollado dos líneas de negocios para tales clientes:

- a) Insumos (semillas, inoculantes u otros).
- b) Maquinaria agrícola.

En ambas líneas podemos identificar a los participantes esenciales de la operación:

Fiduciante: es la compañía agroindustrial con necesidades financieras, con activos capaces de generar un flujo futuro de caja de aproximadamente \$10 millones de pesos (masa crítica que permite absorber los costos).

Bienes determinados: son los créditos por ventas atomizados (se acepta por deudor cedido una concentración no mayor al 3% de la cartera), que son cedidos por el fiduciante (empresa) al fiduciario (Rosario Fiduciaria), para su "titulización".

Valores Fiduciarios: son los valores de deuda fiduciaria (renta fija) y/o certificados de participación (renta variable) que se emiten por el fiduciario, garantizados con el activo fideicomitado (los créditos a los que antes se hizo referencia).

El fideicomiso financiero ha contribuido al desarrollo del mercado de capitales local, permitiéndoles a los inversores ajenos al sector agropecuario canalizar sus ahorros hacia la producción agrícola a través de un título de alta calidad y con cotización en la Bolsa de Comercio de Rosario.

Beneficiarios: son los inversores regionales y/o nacionales, clientes de los intermediarios bursátiles.

Colocador: son los agentes y sociedades de bolsa del Mercado de Valores de Rosario S.A. que tienen a su cargo la colocación primaria de los valores fiduciarios a través de la difusión del Prospecto de emisión. Pueden serlo asimismo y en forma conjunta, entidades bancarias con las cuales se celebran convenios de colocación.

Fiduciario: se trata de Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. (conocida asimismo como Rosario Fiduciaria), una sociedad con registro y habilitación de CNV para actuar como fiduciario financiero desde el año 2003. Esta sociedad cuenta con un Programa Global de Valores Fiduciarios denominado "ROSFID" por cuatrocientos millones de pesos.

Adicionalmente, dependiendo de la complejidad de la estructura, resultará necesaria la contratación de los siguientes servicios profesionales:

Asesor legal: es quien se encarga de la redacción del Prospecto y del Contrato de Fideicomiso, así como de la realización de los trámites ante la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Comercio para la aprobación de la oferta pública y cotización de los valores fiduciarios respectivamente.

Asesor financiero: es quien tiene a su cargo el diseño de la transacción y del análisis y selección de los activos a ceder al fideicomiso.

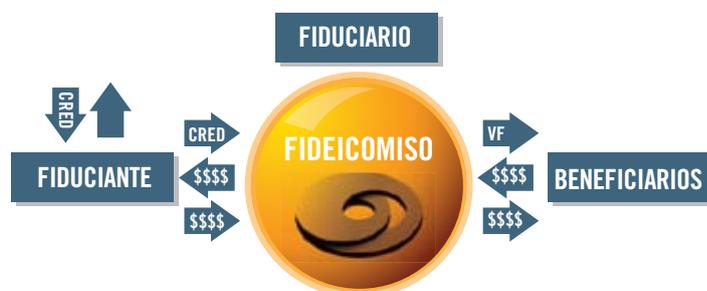
Calificadora de riesgo: es la entidad que en base a modelos de simulación asigna las calificaciones de riesgo a las diferentes clases de valores fiduciarios emitidos.

Asesor impositivo: es quien establece el encuadre fiscal del Fideicomiso en todos los tributos nacionales, provinciales y municipales.

Auditor externo: profesional que tiene a su cargo las revisiones trimestrales y auditorías anuales de los Estados Contables Fiduciarios.

Custodio: entidad que se encarga de conservar y guardar los documentos que le permiten al fiduciario el ejercicio de todos los derechos que derivan de su condición de titular del dominio fiduciario.

Teniendo en cuenta los conceptos anteriormente definidos, resulta práctico representar gráficamente el funcionamiento del Fideicomiso:



- El circuito comienza cuando el Fiduciante (compañía agroindustrial) vende sus productos a plazo (generalmente contra cosecha) y documenta los créditos en cheques de pago diferido, pagarés, letras de cambio o prendas dependiendo de los usos y costumbres del sector.

- Luego los cede al fiduciario en propiedad fiduciaria ya sea endosándolos o mediante una simple cesión de crédito, dependiendo del tipo de documento.

- Con respaldo en tales activos, Rosario Fiduciaria emite los Valores Fiduciarios (Valores de Deuda Fiduciaria y/o Certificados de Participación).

- Una vez aprobada la oferta pública del Fideicomiso por parte de la Comisión Nacional de Valores, se colocan los títulos a través de la red de agentes y sociedades de bolsa del Mercado de Valores de Rosario S.A..

- Se transfiere el producido de la colocación a favor del Fiduciante, quien así hace líquidos los activos que por su naturaleza no lo eran.

- Por último, el cobro a su vencimiento de los flujos generados por los créditos cedidos, permite con su producido el repago de los títulos a los inversores, más su renta.



UNA HERRAMIENTA A MEDIDA

La amplia variedad de formas que puede adoptar esta herramienta permite, partiendo del esquema básico antes expuesto, incorporar algunas variantes que se exponen en los siguientes gráficos:

• *Fideicomiso con aval de SGR:*

En este caso, el Fiduciante vende sus productos a Pymes previamente calificadas por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) y cede al Fideicomiso tales créditos garantizados. De esta forma, se elimina la posible incobrabilidad de la cartera y el inversor premia la estructura solicitando una tasa menor (lo cual en la práctica resulta un menor costo de financiamiento).



• *Fideicomiso Multifiduciante:*

Una segunda alternativa, consiste en agrupar a dos o más compañías de un mismo sector, de forma tal de alcanzar un mayor monto de emisión que les permita licuar los costos fijos.



• *Fideicomiso Multifiduciante con aval de SGR:*

El tercer caso, resulta de fusionar los dos anteriores. Participan varios fiduciantes cuyas carteras de créditos se encuentran avaladas por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR). De esta forma, se logran financiar pequeñas empresas del sector agropecuario, a las que individualmente les hubiera resultado muy costoso acceder al mercado de capitales.



Una variante muy utilizada respecto de este último caso, resulta cuando el fiduciante emite letras de cambio a favor del Fideicomiso y las mismas son avaladas por la SGR. En este caso en particular, el fiduciante no cede cuentas por cobrar a favor de terceros, sino que él mismo asume el rol de fiduciante y deudor cedido. Generalmente, participan pequeñas y medianas empresas productoras y comercializadoras agropecuarias que pertenecen a la cadena de valor de alguna compañía importante y que son previamente seleccionadas por la SGR.



En algunos casos el rol de la SGR se complementa o reemplaza por una compañía de seguros.

Podrían enumerarse infinidad de esquemas, ya que la creatividad de los profesionales que intervienen en su estructuración y la capacidad de originación de créditos por ventas de las compañías interesadas resultan ser las únicas limitantes para diseñar este tipo de herramienta financiera.

VENTAJAS

En todas sus variantes, el Fideicomiso Financiero con oferta pública, resulta una herramienta muy atractiva para las empresas que buscan financiamiento. Entre las principales ventajas podemos mencionar:

- **Liquidez:** la obtención de capital de trabajo a partir de activos ilíquidos.
- **Aumenta la capacidad prestable:** los créditos se ceden sin garantía por parte del fiduciante, esto lo convierte en una operación “fuera del balance”, por ende los fondos se obtienen sin contraer deudas, es decir, sin aumentar el pasivo de la sociedad.
- **Calce de vencimientos:** la flexibilidad planteada en la estructuración de los fideicomisos permite calzar perfectamente el vencimiento de la deuda (valores fiduciarios) con las cobranzas de los créditos (activos fideicomitidos).
- **Menores costos:** al constituirse un patrimonio separado del fiduciante, se reducen los riesgos de no pago, esto deriva en una mejor calificación y por ende en una reducción del costo financiero.
- **Régimen informativo:** a diferencia de las emisoras de Obligaciones Negociables que deben cumplir con un régimen informativo y contable muy riguroso, los fiduciantes descansan en el fiduciario quien es el obligado frente al órgano de contralor (CNV) a presentar los balances trimestrales auditados y una variedad de infor-

mes periódicos respecto de la performance de los bienes fideicomitidos y del repago de los títulos emitidos. De esta manera, acceden a todos los beneficios que otorga el mercado de capitales sin un mayor costo administrativo.

- **Sello de calidad:** es sabido que las empresas que acceden al mercado de capitales obtienen un prestigio muy reconocido por las entidades financieras en general y por sus competidores en particular.

- **Potencia las ventas:** permite fortalecer las gestiones comerciales, extendiendo los plazos de cobranza.

EXPERIENCIAS

Desde el año 2004, la Bolsa de Comercio de Rosario ha aprobado la cotización -y el Mercado de Valores de Rosario ha colocado- de alrededor de 72 Fideicomisos Financieros con oferta pública, por más de mil millones de pesos, de los cuales el 94% corresponde a fideicomisos administrados por Rosario Fiduciaria.

En cuanto a los activos cedidos en propiedad fiduciaria, el 60% de las emisiones estuvieron destinadas a financiar el consumo y el 40% restante al sector agroindustrial. Este porcentaje muestra claramente una política orientada a desarrollar instrumentos de financiamiento que acompañen la expansión de este importante sector de la

economía real. De hecho, a nivel nacional, el año pasado sólo el 8% de las emisiones estuvieron vinculadas a la actividad agropecuaria, mientras que el 84% titulizaron créditos personales y de consumo.

Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. es pionera en la securitización de créditos comerciales por venta de insumos agropecuarios. En el año 2004, lanzó el Fideicomiso Financiero Agrarium I por \$22 millones de pesos con una calificación de riesgo del título senior de Ra A+ (capacidad fuerte del emisor de hacer frente a los compromisos financieros de la obligación analizada).

Desde entonces, la sociedad ha participado activamente en la estructuración y administración de Fideicomisos Financieros con oferta pública del sector agroindustrial, acercando al mercado de capitales a 35 compañías que han logrado financiarse por más de \$300 millones de pesos.

La entidad cuenta con un equipo altamente especializado que procura el continuo desarrollo de instrumentos que promuevan el acceso al crédito de empresas PyMEs de la región, armonizando el proceso de oferta y demanda de fondos.

La que sigue es una exposición de las empresas que han recurrido al financiamiento fiduciario por su intermedio

TRADICIONAL	AVAL SGR	MULTIFIDUCIANTE CON AVAL SGR	MULTIFIDUCIANTE/DEUDOR CON AVAL SGR
			21 pequeñas y medianas empresas productoras y comercializadoras agropecuarias que pertenecen a la cadena de valor de DuPont Argentina S.A. y que han sido seleccionadas por Garantía de Valores SGR.
			
			
			
			
			
			



En la página web institucional (www.rosfid.com.ar) los interesados podrán encontrar información adicional de las emisiones.

CONCLUSIONES

En los últimos años, el Fideicomiso Financiero con oferta pública se ha convertido en la herramienta más utilizada por las empresas para financiarse a través del mercado de capitales. No obstante, aun existen compañías que consideran que se trata de un instrumento complejo, de difícil acceso o completamente desconocido.

El presente trabajo ha intentado presentar la herramienta como lo que es, una fuente de financiamiento alternativa, que complementa al tradicional sistema bancario y a la que pueden acceder, entre otras, las pequeñas y medianas empresas del sector agroindustrial.

Adicionalmente, el Fideicomiso Financiero ha contribuido al desarrollo del mercado de capitales local, permitiéndoles a los inversores ajenos al sector agropecuario canalizar sus ahorros hacia la producción agrícola a través de un título de alta calidad y con cotización en la Bolsa de Comercio de Rosario. ●