



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

DEDICATORIA

A mi familia y amigos que me acompañaron en este trascendental camino hacia la culminación de mis estudios universitarios.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

AGRADECIMIENTO

A mi Tutor, Profesor Córdoba, quién me guió durante todo este tiempo para poder realizar dicho trabajo de grado.

No quiero olvidarme de la Cdra. Miriam Mustafá por su apoyo permanente en todo este proceso.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

INSTITUTO UNIVERSITARIO AERONAUTICO

FACULTAD DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN

CARRERA: CONTADOR PÚBLICO

PROYECTO DE GRADO

**Mercado de capitales: Alternativas de Inversión no
Tradicionales**

Alumno: Damián Eduardo Pizarro

Tutor: Profesor Jorge Córdoba

Año Académico: 2017



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

INDICE

	Pág.
PALABRAS CLAVE	7
INTRODUCCION	10
FUNDAMENTOS DE LA ELECCION DEL TEMA	11
IDENTIFICACION DEL PROBLEMA	12
Objetivo General	13
Objetivos Específicos	13
Estrategia Propuesta	14
I-CAPITULO 1	15
I.1-El Mercado de Capitales	15
I.1.1-Los Mercados Financieros.	15
I.1.2-Importancia del Mercado de Capitales en las Economías	17
I.1.3-Instituciones del Sistema Bursátil Argentino	24
I.1.4-Alcance de la Ley 26.831 - Principales Modificaciones	29
II-CAPITULO 2	39
II.1-Titulos Valores	39
II.1.1-Concepto	39
II.1.2-Valores Negociables	40
II.1.3-Clasificación	41
II.1.4-Títulos de Deuda	45
II.1.4.1-Títulos Públicos	45



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

II.1.4.2-Deuda Pública Argentina	46
II.1.4.3-Títulos Privados	49
II.1.4.4.1-Cheque de Pago Diferido	54
II.1.4.4.3-Obligaciones Negociables	60
III-CAPITULO 3	70
III.1-Fideicomiso	70
III.1.1-Concepto	70
III.1.2 Características	71
III.2.1 Titularización	77
III.2.2-El Proceso y sus Participantes	78
III.2.3-Activos Sujetos a Titularizar	79
III.2.4-Tipos de Securitización	80
III.2.5-Fideicomiso Financiero	83
III.2.6-F. Financiero – Aspectos Impositivos	90
IV-CAPITULO 4	92
IV.1-Fideicomiso Financiero y El Estado Municipal	92
IV.1.1-Breve Descripción	93
IV.1.2-Finalidad	94
IV.1.3-Caracteres Distintivos	96
IV.1.4-Procesos	97
IV.1.5-Titularización	100
IV.1.6-Análisis de un caso real	101



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

IV.1.6.1-Fideicomiso Financiero Caja Social de Santiago del Estero	104
IV.2-Conclusión Final	114
BIBLIOGRAFIA	115



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

PALABRAS CLAVE

Activos Financieros: es un activo intangible que se materializa en un título a través del cual, el comprador adquiere el derecho a recibir un ingreso futuro de parte del emisor o vendedor.

Activo Subyacente: es aquel activo que sirve de base y/o garantía para la emisión de otros activos financieros.

Amortización: la amortización es un término económico y contable, referido al proceso de distribución en el tiempo de un valor duradero. Adicionalmente se utiliza como sinónimo de depreciación en cualquiera de sus métodos.

Aval: persona humana, jurídica o cosa que garantiza el pago de un crédito, sirve de garantía del cumplimiento de cierta cosa o responde de la conducta de otra persona, normalmente por medio de su firma.

Cadena de Valor: es el conjunto de actividades que van agregando valor a un producto o servicio.

Comitente: persona humana o jurídica, sujeto legalmente habilitado para realizar los actos necesarios para operar con títulos valores en las distintas Bolsas de Comercio y Mercados de Valores.

Cupón Cero: característica de algunos títulos de renta fija que no pagan intereses durante la vida del título, suelen ser a corto plazo y emitirse al descuento.

Derecho Crediticio: es el derecho otorgado al titular o legitimado (acreedor) de poder exigir a otra persona de derecho (deudor) una prestación. Esta puede ser de dar, hacer o no hacer.

Economía Real: es la economía que se encarga de la producción, distribución y comercialización de todos los bienes y servicios existentes.

Economía Financiera: es la economía que se preocupa por la concentración de las actividades monetarias, esto es la interrelación de las variables financieras, como los precios, las tasas de interés, acciones y títulos.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Evicción: la evicción es una situación jurídica que se caracteriza por la privación total o parcial de una cosa, sufrida por su adquirente, en virtud de una sentencia judicial o administrativa.

Fecha de Corte: es la fecha que se toma como referencia para registrar un determinado evento, ya sea este un pago, un cargo u otro hecho económico relevante.

Flujo de Fondos: movimientos de entrada y salida de efectivo generados por las operaciones económicas, financieras y comerciales.

Fondos de Inversión: un fondo común de inversión o fondo mutuo es una institución de inversión colectiva que consiste en reunir fondos de distintos inversores, naturales o jurídicos, para invertirlos en diferentes instrumentos financieros, responsabilidad que se delega a una sociedad administradora.

Garantía Hipotecaria: es un derecho real que recae sobre un inmueble que, permaneciendo en poder del que lo constituye, da derecho al acreedor para perseguirlo de manos de quien se encuentre y de pagarse preferentemente del producido de la subasta.

Infraestructura: conjunto de medios técnicos, servicios e instalaciones necesarios para el desarrollo de una actividad o para que un lugar pueda ser utilizado.

Liquidez: capacidad de un bien de ser fácilmente transformado en dinero efectivo.

Mercado de Capitales: es el espacio donde se negocian, tanto para la compra como para la venta, activos financieros de diferentes características.

Oferta Pública de Valores: se entiende por oferta pública de valores la dirigida al público en general o a ciertos sectores, o a grupos específicos de éste. Los títulos y el emisor deben estar inscritos en el Registro de Valores.

Patrimonio Fideicomitado: son los bienes y derechos que integran el Fideicomiso constituyen un patrimonio autónomo e independiente, separado de los bienes personales del o de los fideicomitentes, del o de los fiduciarios y, del o de los fideicomisarios, así como de otros fideicomisos que mantenga el fiduciario.

Producto Bruto Interno: el producto bruto interno es la cantidad de bienes y servicios que se producen en la economía en un determinado período de tiempo.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Valor Descontado: es el valor actual de un flujo de fondos futuro descontado a una tasa de interés determinada.

Tasa de descuento: la tasa de descuento o tipo de descuento o coste de capital es una medida financiera que se aplica para determinar el valor actual de un pago futuro.

Tasa de interés: la tasa de interés (o tipo de interés) es la tasa de retorno que un inversionista debe recibir, por unidad de tiempo determinado, del deudor, a raíz de haber usado su dinero durante ese tiempo.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene como objetivo principal presentar al Mercado de Capitales como un contexto dónde existen alternativas de inversión no tradicionales.

Argentina es un país con un mercado financiero relativamente chico en relación con otros países de la región y del mundo. Consecuentemente el potencial de crecimiento del mismo es importante, sobre todo en relación a instrumentos financieros que puedan financiar tanto al sector público como privado.

La nueva Ley de Mercado de Capitales tiene como fin lograr un mercado más dinámico pero al mismo tiempo más seguro, sobre todo en relación al pequeño inversor. Nos ocuparemos en analizar las principales modificaciones de la nueva Ley en relación a la anterior.

Por otra parte pretendemos hacer un repaso de los principales productos que ofrece el mercado para tener noción de cada uno de ellos y su actualidad en Argentina, la participación que los mismos tienen en el entorno nacional y en relación a instrumentos similares ofrecidos por otros países de la región.

Por ultimo haremos foco en los Fideicomisos Financieros, desarrollando en profundidad su funcionamiento, incluyendo los aspectos más relevantes de los mismos. En este sentido hablaremos de los FF Públicos para finalizar con la exposición de un caso real de Fideicomiso que pretende financiar la obra pública Municipal de la Ciudad de Santiago del Estero en un plazo de 18 meses.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

FUNDAMENTOS DE LA ELECCION DEL TEMA

El Mercado de Capitales Argentino es el ámbito donde operan una variedad importante de instrumentos financieros. A través de sus distintas instituciones, se realizan operaciones bursátiles de diferente magnitud que buscan dar liquidez y rentabilidad a sus inversores.

Por otro lado dichos instrumentos representan una alternativa importante de financiación frente a la tradicional forma que ofrecen los bancos, sobre todo para las Pyme o los Municipios, muchas veces castigados por el sistema para lograr un financiamiento adecuado que les permita llevar adelante sus proyectos.

Es una realidad innegable que en Argentina hay un desconocimiento generalizado de los diferentes productos que ofrece dicho mercado. No sólo ignorancia de los potenciales inversores, sino también de aquellas personas relacionadas con la actividad, como por ejemplo los empleados de bancos que tienen contacto con los clientes.

Un mayor conocimiento del mismo debería contribuir a un crecimiento exponencial de las operaciones de que se realizan a diario. Este contexto deseable permitirá conseguir numerosas fuentes de financiación para las empresas, tan castigadas por los elevados costos de fondeo que existen en la actualidad

Es por eso que este trabajo intenta hacer una descripción de lo que es y de cómo funciona el Mercado de Capitales Argentino, para qué fue concebida la nueva ley y cuáles son los principales instrumentos que operan en el mismo.

En particular enfocaremos nuestra atención en los Fideicomisos Financieros. Estos han logrado una importante participación dentro del mundo de las finanzas, buscando transformar activos ilíquidos en líquidos. Sobre todo, los estados municipales han puesto la mirada en este tipo de instrumentos, con el objetivo de llevar adelante proyectos de obra pública de manera independiente, esto es, sin depender del fondeo nacional, con el objetivo de mejorar la calidad de vida de los ciudadanos del municipio.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

Para comprender el panorama financiero argentino debemos mirar el mismo desde dos perspectivas, oferta por un lado y demanda de capitales por el otro.

Por el lado de la oferta las grandes empresas son reticentes a la apertura de su capital accionario con el objetivo de financiar su actividad. Grandes organizaciones manejadas aún por familias fundadoras con visiones un tanto conservadoras sumados a los vaivenes económicos de nuestro país, han provocado que no sean muchas las empresas listadas en el Mercado de Valores. Esta realidad atenta contra el volumen de operaciones que requiere un verdadero Mercado de Capitales.

En el caso de las pequeñas y medianas empresas, su visión es más bien de corto plazo, en consecuencia recurren al autofinanciamiento o los Bancos. Adicionalmente existe un desconocimiento generalizado del Mercado de Capitales que produce un estancamiento en las perspectivas de crecimiento del mismo.

Caso aparte es el Estado. Si bien es un jugador importante dentro del mercado realizando emisiones significativas de títulos valores a nivel nacional y/o provincial, muchas veces son los municipios los que encuentran limitaciones a la hora de financiar una obra.

Por el lado de la demanda, los inversores minoristas argentinos tienen un desconocimiento importante de la actividad financiera. El refugio de los ahorristas sigue siendo el dólar y los plazos fijos, algo en fondos de inversión y letras del BCRA.

Los inversores Institucionales participan más activamente en el mercado financiero, con el objetivo de hacer rendir los cuantiosos fondos que administran, pero apostando más al largo plazo y en consecuencia inmovilizando fondos por períodos prolongados de tiempo que le quitan dinámica al mercado.

Esta situación sumada a la fragmentación y falta de interconexión de los mercados financieros regionales y la excesiva concentración de casi la totalidad de las operaciones en Bs. As., derivan en la existencia de un Mercado de Capitales Argentino pequeño y casi insignificante a nivel regional.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

OBJETIVO GENERAL

Contribuir a la difusión del Mercado de Capitales como herramienta de financiación, tanto del sector público como privado, y de esa forma lograr para Argentina un crecimiento económico sostenido en el tiempo.

Profundizar el análisis de un instrumento específico, fideicomiso financiero público, como modo de financiar proyectos de inversión que generen cadenas de valor en las economías regionales de la provincia.

OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Profundizar el estudio del Mercado de Capitales, investigando sus funciones, la estructura y las instituciones que lo conforman.
- Analizar las principales modificaciones de la Ley 26.831.
- Conocer y evaluar los diferentes instrumentos financieros, sus funciones y características.
- Interiorizar el estudio del fideicomiso financiero, analizando sus ventajas y desventajas, así también su mecanismo de implementación.
- Visualizar la modalidad de financiamiento de obras de infraestructura, utilizada por algunos municipios.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

ESTRATEGIA PROPUESTA

Comenzaremos haciendo un desarrollo teórico de los diferentes temas que abarcan el Proyecto de Grado con indicadores de actualidad que nos acerquen a la realidad, finalizando con un caso real de Fideicomiso Financiero Público para poner en práctica la teoría expuesta.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

I-CAPITULO 1

I.1-EL MERCADO DE CAPITALS

I.1.1-LOS MERCADOS FINANCIEROS

Un mercado es el ámbito o espacio en donde convergen oferentes y demandantes de productos o servicios con el objetivo de satisfacer sus diferentes necesidades.

En el caso de los Mercados Financieros, los oferentes son las denominadas unidades superavitarias o ahorristas. Principalmente son aquellos sujetos que tienen cierta capacidad de ahorro producto de los excedentes que pudieran obtener de la actividad que desempeñan. Por otro lado están las unidades deficitarias o deudores. Ellos son aquellos sujetos que necesitan de financiamiento para poder llevar a cabo un proyecto, toda vez que no tienen la suficiente capacidad de ahorro para poder llevarlo a cabo con recursos propios.

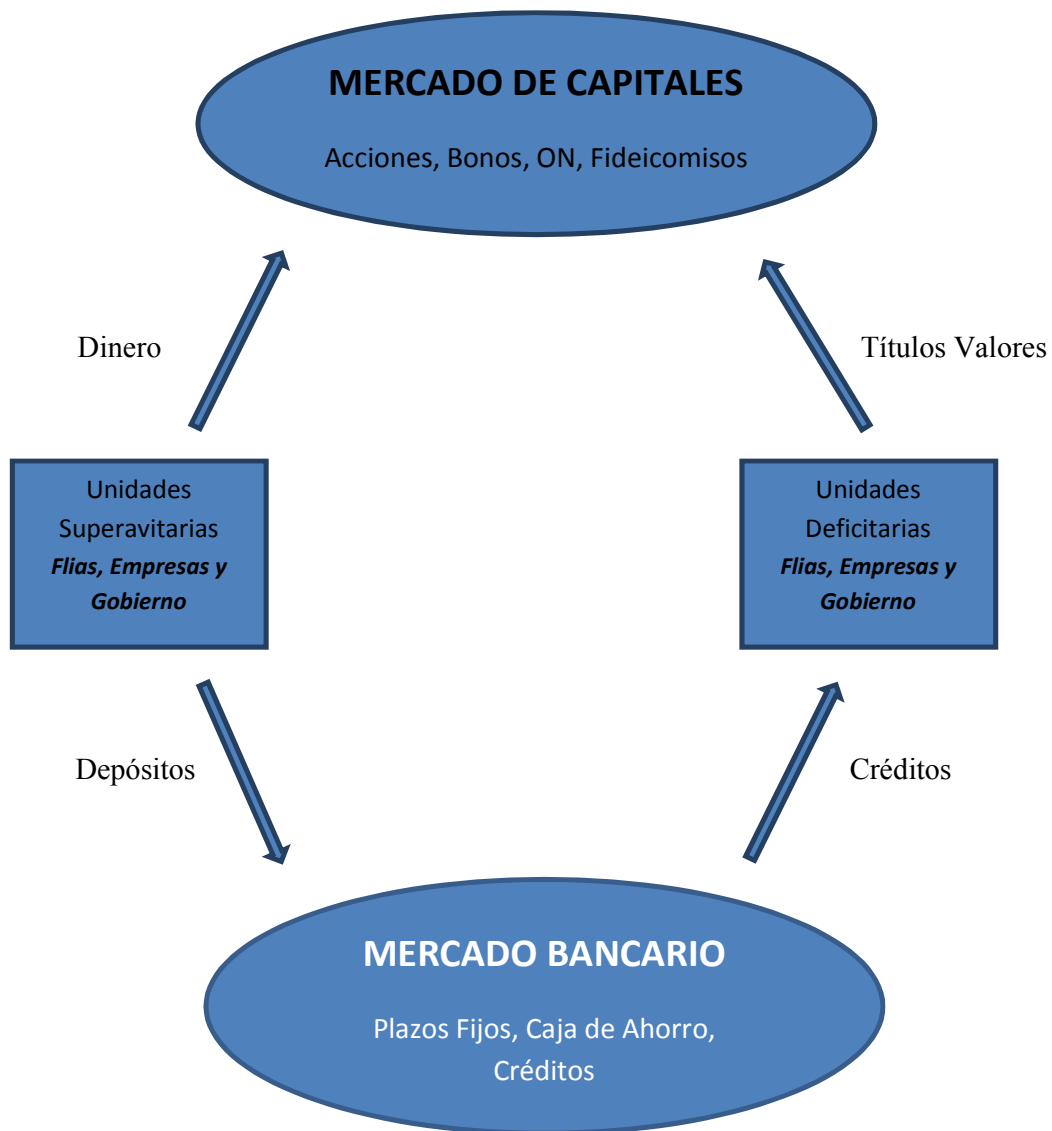
Lo que se negocia en dicho mercado no es otra cosa que lo que denominamos **activos financieros**. Estos activos se ofrecen en dos tipos de mercado diferentes:

- El Mercado Bancario: en él participan las entidades financieras, principalmente Bancos y Compañías Financieras, que hacen las veces de intermediarios entre oferentes y demandantes, captando los ahorros de las unidades superavitarias (caja de ahorro, plazo fijo) re direccionando dichos fondos a quienes más lo necesitan, o sea, las unidades deficitarias (créditos personales, hipotecarios).

-El Mercado de Capitales: en este mercado se emiten, colocan y negocian aquellos activos financieros que denominamos valores negociables (acciones, bonos, obligaciones negociables). A través de ellos se vehiculizan los ahorros de quienes tienen excedentes, hacia quienes están necesitando de estos recursos para poder desarrollar un determinado proyecto o actividad (gráfico1).

Grafico 1¹

Esquema Mercado Financiero



¹Bunsow Federico. (2016). Mercado de Capitales: Estrategia, Valuación y Negocios. Editorial La Ley.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

I.1.2-IMPORTANCIA DEL MERCADO DE CAPITALES EN LAS ECONOMÍAS

El Mercado de Capitales y la Economía Real

Para lograr una tasa de crecimiento de la economía que sea sostenible en el tiempo es necesario que se lleven a cabo proyectos de inversión de mediano y largo plazo que requieren financiamiento. A través de la emisión de valores negociables que se ofrecen en el mercado de capitales, las empresas pueden conseguir los fondos necesarios para ello.

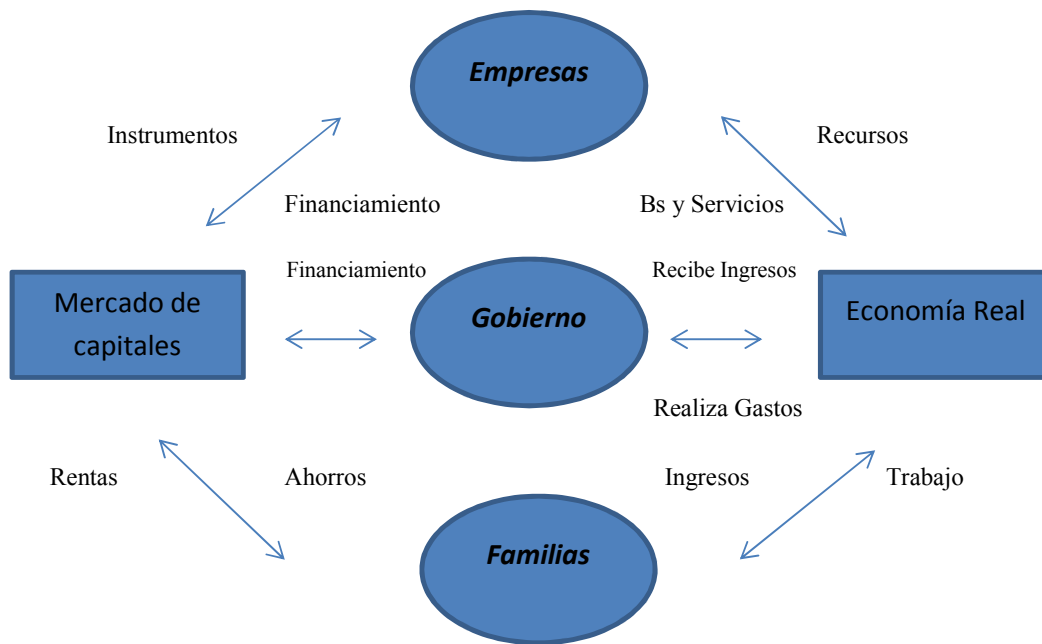
Cualquier² economía del mundo produce bienes y servicios utilizando principalmente dos recursos: el capital humano y el físico. El uso de los mismos es a cambio de una retribución, en el caso del empleo: los salarios, en el caso del capital: las ganancias. Debe quedar claro que tanto la retribución a trabajo humano como el retorno del capital son necesarios, caso contrario no habría incentivos para trabajar o ahorrar e invertir.

En una economía real existe un ciclo marcado por tres grandes actores que demandan y ofrecen capital: las familias, las empresas, el gobierno. Las familias compran bienes y servicios a las empresas, a la vez que contribuyen con su fuerza laboral. Por ese trabajo reciben de las empresas salarios y rentas. Parte de esos ingresos son ahorrados, pudiendo los mismos ser direccionados al mercado de capitales a través de alguna inversión en activos financieros rentables emitidos por aquellas empresas necesitadas de fondos, en busca de financiación para desarrollar algún proyecto de inversión. Por último el sector gobierno interactúa con las empresas y las familias: recibe ingresos vía impuestos y realiza gastos que vuelca a la economía real demandando bienes y servicios. Por otro lado cuando gasta más de lo que recauda, el gobierno, recurre al mercado al mercado de capitales en busca de financiamiento, vía emisión de títulos públicos (grafico 2).

² Dapena José. (2012). Instrumentos de Inversión y Mercados Financieros. Fundación BCBA

Grafico 2³

El Mercado de Capitales y la Economía real



Cada uno de los participantes ofrece o demanda dinero, dependiendo de su calidad de ahorrista o de deudor según el ahorro supere al gasto o viceversa o que un actor ahorre y se endeude al mismo tiempo ocupando en ese caso ambos roles al mismo tiempo. Por ejemplo una familia que ahorre para futura contingencias es oferente de dinero, una empresa que reinvierte ganancias es oferente y demandante al mismo tiempo, o una persona que solicita un crédito es demandante.

La inversión, representada por la inmovilización de dinero que hace un ahorrista, es un acuerdo entre un sujeto que posee recursos excedentes y otro que necesita fondearse con los mismos.

³ Erpen Mónica. (2010). Mercado de Capitales: Manual para no Especialistas. Bs.As. Temas Grupo Editorial.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Esta operación tiene la particularidad de que su cumplimiento se encuentra diferido en el tiempo, como consecuencia de que la colocación que realiza el ahorrista es recuperada en un determinado plazo con más los intereses, que justamente son el valor del dinero en el tiempo. Es por ese diferimiento en el cumplimiento del contrato, que se necesita de un marco jurídico estable dado por leyes, y de una justicia que aplique correctamente dicho marco jurídico. Caso contrario quien inmoviliza capital puede tener dudas respecto de si va a recuperarlo o no, y en consecuencia preferirá gastarlo en consumo o llevarlo a un lugar donde se sienta más protegido. Justamente por ello debe existir un mercado que, conjuntamente con un cuerpo normativo, regule las relaciones entre los diferentes participantes intervinientes en el mismo.

Breve Reseña Histórica del Desarrollo de los Mercados Financieros

Los⁴ primeros instrumentos financieros fueron desarrollados en el siglo XVI. Estos eran los instrumentos de participación de capital (acciones) y de deuda (bonos privados o públicos). Las principales características de ambos es que los títulos de deuda eran de renta fija, lo que significa que tienen un esquema de pago específico de capital e interés, mientras que los de participación de capital no (renta variable); por otro lado la deuda devuelve el capital en un plazo predeterminado mientras que los de capital generalmente no, ya que participan de ganancias y pérdidas.

La primera empresa en emitir acciones de manera pública fue la Rusia Company fundada en 1533, mientras que el primer bono fue el Grand Parti, emitido por el gobierno francés en 1555. En la medida que las empresas de capital conjunto fueron creciendo también lo fueron haciendo las emisiones de acciones, haciendo que el mercado también creciera, dando lugar a un creciente mercado secundario (mercado que comercializa títulos ya emitidos) por esos activos en ciudades tales como Antwerp y Amsterdam, que se comenzó a organizar en la forma de mercado financiero, abriéndose en 1611 la Bolsa de Amsterdam. Esta Bolsa fue la más importante hasta que Londres, y posteriormente Nueva York la reemplazó, a pesar que la Bolsa de Londres fue fundada con anterioridad por Thomas Gresham, en 1570; el edificio habilitado para este

⁴ Dapena José Pablo. (2012). Instrumentos de Inversión y Mercados Financieros. Bs As. Fundación Bolsa de Comercio de Bs.As.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

propósito no abrió hasta 1802, produciéndose el intercambio de valores en casas de café. Por su parte la New York Stock and Exchange Board, precursora del New York Stock Exchange, fue fundada en 1817, siendo las transacciones realizadas en la calle (the Street) con anterioridad.

En Argentina sus antecedentes se remontan a la época de la colonia, en que comenzaron a vislumbrarse los esfuerzos de los residentes locales por generar actividades comerciales.

Pasando por la declaración del libre comercio del Río de la Plata con España y las colonias en 1777, la creación del Consulado de Buenos Aires en 1794, la Sala Comercial en 1811 hasta llegar a la Bolsa Mercantil en 1821 y los tiempos de los corredores del Camoatí en la década de 1840, en 1854 se fundó la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Reunidos en la que fue la primera sede bursátil, una casa propiedad de la familia del general José de San Martín, ubicada en la calle San Martín 118, se efectuaban transacciones en onzas de oro. Esta actividad fue la que le dio origen y, con algunas interrupciones, constituyó el rubro principal de su movimiento hasta la crisis de 1890. Recordemos aquí que hacia 1856 comenzaron a negociarse acciones de sociedades anónimas.

A comienzos de los años cuarenta la posibilidad de obtención de capitales por parte de las empresas industriales en el mercado de valores distaba de ser ostensible. En 1940 el mercado para acciones y obligaciones de empresas privadas se encontraba en una etapa inicial y todavía no había alcanzado un grado de desarrollo comparable con la importancia del comercio y la industria.

A partir de 1946 la situación del mercado de valores cambiaría en forma decisiva, en parte importante por la política implementada por el gobierno peronista que procuraría impulsar el mercado de valores privados a través de diversos mecanismos y una fuerte intervención. El proceso puede explicarse principalmente por el rescate de las cédulas hipotecarias y la conversión de los títulos del Crédito Argentino Interno. En efecto, respecto a la primera operación, fueron reemplazadas las cédulas por Bonos Hipotecarios emitidos por el Banco Central a un menor interés con el objetivo de abaratar el costo de los préstamos hipotecarios y lograr una posibilidad de financiación más económica para los sectores populares. Por su lado, la conversión de los títulos por otros de menor interés perseguía el fin declarado de abaratar el



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

costo del dinero para fomentar el desarrollo de la industria y demás actividades productivas, a la vez que se reducía la deuda estatal.

Parte del impulso inicial del mercado de valores fue también provocado por la colocación de acciones de las empresas mixtas como la Flota Aérea Mercante Argentina y la Empresa Mixta Telefónica Argentina. Estos papeles contaban con garantía del Estado de un interés mínimo y fueron suscritos en su totalidad.

El Mercado de Capitales Argentino y su PBI

Es una realidad sin discusión que en cualquier economía que goce de buena salud la participación del mercado de capitales en la misma, contribuye al crecimiento de un país. El proceso de crecimiento económico requiere de la formación y acumulación de recursos humanos y de capital, y ambos son indispensables, ya que uno no puede funcionar sin el otro. Los modelos de crecimiento económico reconocen esta realidad y establecen que facilitar la acumulación de capital vía inversión, permite generar mejores condiciones para el crecimiento económico y por extensión facilita el proceso de creación de empleo.

No obstante el mercado de capitales argentino se encuentra lejos de esa posición ideal en comparación con otros países de la región (Cuadro 1)

Cuadro 1⁵

Potencial de crecimiento del PBI a partir de una mayor liquidez en el mercado de acciones

AÑO 2016	ARGENTINA	CHILE	MEXICO	BRASIL
Capitalizacion Bursatil como % del PBI	9,00%	79,00%	35,00%	27,00%

⁵ Informe CNV-2016. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Como se desprende del cuadro el mercado argentino se encuentra significativamente por debajo del resto de los principales países latinoamericanos. En términos de tamaño (relación capitalización de acciones / PBI) correspondiente al año 2016, Argentina se ubicó en el último lugar de una tabla que incluye a países de la región, otros en desarrollo y desarrollados. La relación fue del 9% superada ampliamente por países como Chile (79%), México (35%) y Brasil (27%). Es decir que, en términos relativos, el tamaño del mercado de capitales argentino es entre 3 y 9 veces inferior que en los países de la región. Por supuesto que esa diferencia es aún mayor tomando como referencia a las economías desarrolladas, por ejemplo EEUU (141%) o el reino Unido (113%).

Teniendo en cuenta los volúmenes negociados, la realidad de argentina tampoco es buena; a la capitalización del 9% del PBI le corresponde un volumen de negocios de apenas 1% del PBI.

Este subdesarrollo manifiesto tiene diferentes causas. Una de ellas es la falta de conexión entre oferta y demanda. Por el lado de la oferta son pocas las empresas listadas en el mercado con un nivel reducido de apertura del capital. A su vez el segmento pymes recurre al autofinanciamiento por desconocimiento del mercado de capitales. Al mismo tiempo la demanda es escasa por la falta de confianza y educación financiera. El poco interés de los inversores en activos financieros se encuentra asociado, principalmente, a los problemas de credibilidad que padecen los mismos, derivados de los problemas crónicos que padece la volátil historia económica argentina.

Este entorno desfavorable no hace más que llevarnos a un resultado conocido: los inversores locales, especialmente los no institucionales, canalizan sus ahorros en ladrillos, dólares, letras del Banco Central y plazo fijos bancarios. En consecuencia sólo una mínima parte se coloca en acciones, títulos públicos, obligaciones negociables, etc.

De este modo, los actores principales en el mercado de capitales son: por el lado de la demanda los inversores institucionales (ANSES, Aseguradoras, Fondos de Inversión), y por el lado de la oferta las grandes empresas y sector público. La participación de las Pymes es casi insignificante.

Esta circunstancia tiene importantes consecuencias en relación al financiamiento a largo plazo del sector público y privado. Es así como muchas empresas desde ya hace bastante tiempo se



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

vienen financiando con el crédito bancario de corto plazo, aunque a un costo elevado, o incluso con capital propio. Por supuesto que estas alternativas representan un límite muy concreto en cuanto al tiempo y volumen de los recursos a financiar. Esto tiene especial importancia en aquellos proyectos que requieren importantes cantidades de capital en el largo plazo, como las grandes obras de infraestructura y energía que necesita un país para poder desarrollarse o el financiamiento que necesita una pyme para poder crecer y consolidarse en el tiempo.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

L1.3- INSTITUCIONES DEL SISTEMA BURSÁTIL ARGENTINO

La Bolsa de Comercio

Argentina⁶ tiene una extensa tradición en relación a la existencia de negociaciones bursátiles. Su origen se remonta al año 1811 donde los comerciantes ingleses instalaron una sala de comercio en casa de “Mistress Clark”, donde realizaban las primeras operaciones financieras.

En 1821 en el gobierno de Rivadavia se creó la primera Bolsa Mercantil, que funcionó hasta el gobierno de Rosas. Finalmente en 1854 se fundó la bolsa de Comercio de Bs.As. Reunidos en la que fue la primera sede bursátil, en calle San Martín 118, se realizaban operaciones en onzas de oro. A partir de 1856 se empezaron a negociar acciones de sociedades anónimas, sin embargo las operaciones con oro fue la principal actividad hasta la crisis de 1890.

Con el correr de los años fue creciendo en cantidad de socios y operaciones hasta que en 1862 y bajo el mandato del gobernador Bartolomé Mitre, se inauguró el primer edificio propio en calle San Martín 216. En ese edificio operaban el oro, las cédulas hipotecarias, los cambios, las acciones del Banco Nacional y otros valores.

Más tarde y en función de que el edificio resultaba insuficiente, se construyó el tercer edificio en el que pasó a funcionar la Bolsa en 1885, en la ochava de Rivadavia y 25 de Mayo, actual acceso principal del Banco de la Nación Argentina.

Finalmente en 1916 fueron inaugurados dos grandes edificios, a 300 metros del Correo Central y frente a la casa de Gobierno, con entrada por 25 de mayo 359 y Alem 322 de la Ciudad Autónoma de Bs.As.

Este último desde el 1° de octubre de 1984 alberga el actual recinto de operaciones, dotado de un sistema informático que permite registrar y difundir las operaciones en tiempo real.

En las principales provincias del interior del país también se fue desarrollando la actividad bursátil, dando nacimiento a las bolsas de comercio provinciales que, con mayor o menor relevancia, fueron haciendo su propio lugar en el contexto nacional.

⁶ Reseña Histórica de la CNV 2016. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Fundación de las principales bolsas del interior del país:

1884	ROSARIO
1900	CORDOBA
1912	SANTA FE
1942	MENDOZA
1960	SAN JUAN
1965	MAR DEL PLATA
1965	LA PLATA
1979	JUJUY
1980	CHACO

El Mercado de Valores

Después⁷ de las operaciones de onzas de oro contra billetes, los corredores comenzaron a negociar los primeros títulos que se iban emitiendo en el país: primero fueron los públicos, y con el correr del tiempo se fueron incorporando también los privados. La aparición de nuevos instrumentos, el incremento en los volúmenes negociados y la complejidad cada vez mayor de las operaciones llevaron a los corredores, devenidos a esta altura en Comisionistas de Bolsa, a constituir una Comisión de Interior. Esto fue en el año 1878. La Comisión de Interior es el origen de lo que más tarde sería la actual Cámara de los Agentes y Sociedades de Bolsa.

En el año 1929 se funda el Mercado de Títulos y Cambios por parte de un grupo de comisionistas de Bolsa integrantes de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, cuyo objeto era dotar a las operaciones bursátiles de mayor seguridad, garantizándolas a través de esta Entidad.

Este primer mercado fue fundado por 244 firmas, que contaron con el respaldo del Fondo de Beneficencia que los mismos comisionistas mantenían vigente.

⁷ Reseña Histórica de la CNV 2016. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Finalmente, el 16 de enero de 1950, tras el recordado derrumbe financiero mundial de 1949, el Mercado de Títulos y Cambios realizó una metamorfosis societaria y comenzó a actuar como Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. Cabe mencionar que esta nueva forma societaria se destacaría por cumplir actividades fundamentales para el desarrollo del mercado de capitales doméstico: liquidar y garantizar las operaciones y desempeñar el rol de contraparte central en las transacciones.

Comisión Nacional de Valores

En⁸ el año 1937 se creó la Comisión de Valores dependiente del Banco Central de la República Argentina, con funciones de naturaleza consultiva. El primer Directorio de la Comisión de Valores, estaba integrado por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el Banco Central y los bancos y casas financieras privadas. Inicialmente la Comisión de Valores ejercitaba facultades de control de oportunidad y de control de legalidad sobre la oferta pública de títulos valores, no tenía personería jurídica y nacía de un convenio privado, sus decisiones revestían el carácter de meras recomendaciones y no tenían fuerza legal.

En el año 1946, se produce una reforma sustancial del régimen con la sanción del Decreto N° 15.353, del 23 de mayo de 1946, ratificado por la Ley 13.894. Ese decreto creó la “Comisión de Valores”, integrada en ese entonces por representantes del Banco Central, en cuya sede funcionaba, del Banco de la Nación, del ex Banco de Crédito Industrial, de los bancos oficiales y mixtos de provincia, de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, de los bancos particulares y empresas financieras. Esta Comisión tenía como función principal la de autorizar los ofrecimientos públicos de valores, cualquiera sea su clase o entidad emisora para poder ser cotizados en bolsa, manteniéndolo siempre en la órbita del Banco Central y con esas mismas funciones que tenía anteriormente.

Esto funcionó hasta la entrada en vigencia de la Ley N° 17.811, que se produjo el 1° de enero de 1.969 (artículo 64; reenumerado como artículo 79 por el anexo del Decreto N° 677/01). A partir de allí se reguló en su totalidad el mercado de los títulos valores, abarcando la oferta pública de

⁸ Elva Quintana. (2013). Intermediarios un antes y un después en el Mercado de Capitales de Argentina. Tesis de Maestría. UCEMA



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

dichos valores, la organización y funcionamiento de las instituciones bursátiles y la actuación de los agentes de bolsa y demás personas dedicadas al comercio de títulos valores. Por medio de la Ley N° 17.811 de 16 de julio de 1.968, de naturaleza federal, se crea la **Comisión Nacional de Valores** como una repartición estatal organizada, como entidad autárquica nacional de carácter técnico, con jurisdicción en todo el territorio de la Nación.

En el año 2012 se sancionó la Ley N° 26.831 que sustituye la anteriormente aplicable N° 17.811.- La nueva normativa tiene por objetivos y principios fundamentales promover la participación en el mercado de capitales de los pequeños inversores, asociaciones sindicales, asociaciones y cámaras empresariales, organizaciones profesionales y de todas las instituciones de ahorro público.

La Caja de Valores

Fundada⁹ en 1974, la Caja de Valores S.A. es la única depositaria y custodia títulos valores autorizados por la Comisión Nacional de Valores. Con sede en Buenos Aires, Caja de Valores S.A. tiene sucursales en las principales ciudades del interior.

El Banco de Valores

En¹⁰ 1978, se fundó el Banco de Valores, encargado de proveer al Merval (Mercado de Valores de Bs As) el flujo de fondos necesario para su expansión. Desde entonces, el Banco continúa desarrollando una trayectoria sólida y de alta eficiencia.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Fundado¹¹ el 27 de junio de 1984 por el Merval, el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) se encarga de brindar capacitación técnica a los Agentes Registrados y difundir la

⁹ Reseña Histórica de la CNV 2016. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>

¹⁰ Reseña Histórica de la CNV 2016. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

operatoria del mercado de capitales como alternativa de inversión y financiamiento tanto entre los profesionales del sistema financiero como entre el público inversor.

Mercado Abierto Electrónico

El Mercado Abierto Electrónico (MAE) inició sus actividades en el año 1989 y su principal actividad consiste en liquidar, garantizar y autorizar la negociación de títulos valores entre oferentes y demandantes a través de un ámbito electrónico, que le da mayor dinámica y comodidad a la operatoria bursátil.

¹¹ Reseña Histórica de la CNV 2016. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>

I.1.4-ALCANCE DE LE LEY 26.831 - PRINCIPALES MODIFICACIONES

Gráfico 3¹²

Estructura del Nuevo Mercado de Capitales



La Ley que regía el sistema bursátil argentino hasta finales del año 2012 era la Ley 17.811, también conocida como “Ley de oferta Pública”.

¹² Bunsow Federico. (2016). Mercado de Capitales: Estrategia, Valuación y Negocios. Editorial La Ley.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

La promulgación de esta ley dio origen a la entidad autárquica llamada Comisión Nacional de Valores, que actúa con jurisdicción en todo el país. Este organismo se relaciona con el Poder Ejecutivo Nacional por intermedio del Ministerio de Economía de la Nación.

La principal competencia de esta institución era autorizar la oferta pública de títulos valores, buscando fundamentalmente la transparencia en los mercados que permita brindar protección a los inversores, llevando un registro de las personas físicas y jurídicas autorizadas a realizar oferta pública de títulos valores. Aprobar, fiscalizar y sancionar a las bolsas de comercio del país.

Con¹³ la sanción de la nueva Ley de Mercado de Capitales 26.831, aprobada por el Congreso de la Nación el 29/11/2012, se ha puesto en vigencia un nuevo régimen legal para el mercado de capitales. La nueva normativa deroga las disposiciones de la Ley de Oferta Publica 17.811

En sustancia las modificaciones legales implican un cambio en la estructura del mercado, se amplían las facultades de la Comisión Nacional de Valores, se persigue la creación de mercados regionales y el acceso a los mismos de las PYMES, como así la participación en el mercado de nuevos operadores. Se concentran en la CNV mayores facultades y se trasladan competencias que antes tenían las Bolsas a los Mercados de Valores. Todos estos cambios tienen por finalidad una mayor transparencia y protección de los pequeños inversores y de los consumidores financieros.

¹³ Fabier Dubois. (2013). Impactos del Nuevo Régimen de Mercado de Capitales. Errepar.

Principales características del nuevo Mercado de Capitales¹⁴

NUEVA LEY DE MERCADO DE CAPITALS		
Concepto	Ley 17.811 y decretos	Nueva Ley 26.831
Autoregulación	Cada mercado dicta sus propias normas, procedimientos y códigos de conducta de sus operadores, a quienes supervisa.	La CNV aprueba o desaprueba propuestas, aplica sanciones a los agentes de negociación, audita directamente , etc
Sociedades de Bolsa (ahora agentes de negociación)	Hay que ser accionista de un mercado de valores para poder operar.	Desmutualiza. Ya no será obligatoria ser accionista. Cada mercado establece los requisitos para operar. Apertura a nuevos participantes.
Calificadoras de Riesgo	Bajo supervisión de la CNV. Sólo Sociedades Anonimas.	Abre el juego para que las Univesridades Publicas puedan ser evaluadoras del riesgo.
Secreto Bursátil	Límites para compartir información financiera con otros organismos.	Mayor celeridad en el intercambio de información ante investigaciones por parte de la AFIP, CNV, BCRA y UIF.
Empresas bajo Oferta Pública	Poder sancionatorio ante irregularidades.	Sanciones y posibilidad de intervencón.
Supervisión y control de participantes	Indirecta: Productores, Soc. de Bolsa, etc.	Directa: todos los agentes/participantes del mercado.
Agentes participantes	Objetivos sociales únicos.	Objetivos sociales mas amplios.
Interconexión de Mercados	No	Obligatorio. Sistema precio-tiempo.
Tiempo real para público	Opcional.Pago.	Obligatorio.Gratuito.

¹⁴ Elaboración propia.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

- Autorregulación.

La nueva Ley de Mercado de Capitales elimina el principio de autorregulación de los mercados establecido en la ley 17.811, otorgando mayor capacidad de control a la CNV. Con anterioridad, los mercados y bolsas se dictaban sus propias normas y códigos para el desarrollo de sus operaciones y control de sus agentes. Con el nuevo formato la Comisión Nacional de Valores amplía sus facultades aprobando o desaprobandos proyectos, sancionando directamente a los diferentes agentes que conforman el mercado y auditando directamente a las partes involucradas, todo ello en defensa del pequeño inversor.

- Nuevos agentes y la desmutualización

En el pasado, para poder ser agente de bolsa, era necesario poseer una acción de alguna empresa que cotizaba en la misma. Este requisito excluía automáticamente a una cantidad importante de potenciales participantes. Con el nuevo formato más desmutualizado, existen categorías de agentes, con mayores o menores atribuciones y facultades, pero sin la obligatoriedad de ser accionistas del mercado. Esta apertura obedece al objetivo principal de la nueva ley, esto es ampliar la cantidad de participantes y el volumen de operaciones.

Las nuevas categorías de Agentes son:

Agente de negociación: sociedades autorizadas a actuar solamente como intermediarios en la colocación primaria de activos y en la negociación secundaria (mercado secundario de compra-venta de activos).

Agentes de liquidación y compensación: estas sociedades intervienen en la liquidación y compensación de las operaciones concertadas en los sistemas informáticos de los mercados autorizados.

Agentes productores: agentes que se dedican a desarrollar actividades de difusión y promoción de activos financieros con el objetivo de captar clientes mediante el correcto asesoramiento y posterior administración de la cartera correspondiente.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Agentes Asesores de Mercado de Capitales: es una actividad similar a la del agente productor pero con mayores limitaciones, toda vez que no pueden administrar carteras. Su tarea específica es el asesoramiento a clientes.

Agentes de Corretaje de Valores Negociables: tiene por objeto poner en contacto a las partes interesadas mediante la publicación de precios y volúmenes de activos financieros habilitados por la CNV, a través de un ámbito electrónico sin estar ligado comercial o contractualmente a ninguna de las partes.

Agente de Depósito Colectivo: se encargan de la registración, custodia, conservación y transferencia de todos los títulos valores pertenecientes a todos los inversores que también se encuentran registrados en él. Caja de Valores es el principal custodio de estos títulos en Argentina.

- Calificadores de Riesgo

Anteriormente sólo las organizaciones con el formato de sociedades anónimas podían calificar el riesgo inherente a un título valor. Después de la crisis financiera americana del año 2008 las calificadoras privadas empiezan a ser cuestionadas. Es por ello que la nueva ley abre el juego para que las universidades puedan llevar adelante también dicha actividad. A solicitud de las emisoras de títulos valores y otras entidades, pueden calificar cualquier valor negociable, sujeto o no al régimen de oferta pública.

- La reducción del secreto bursátil

Hay una mayor flexibilización del concepto, permitiéndose que los entes de supervisión del sistema financiero y asegurador puedan intercambiar información sin condicionamiento alguno.

- Centralización y ampliación de las facultades de control, fiscalización y autarquía de la C.N.V.



Universidad de la Defensa Nacional

**Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Como mencionamos anteriormente, la crisis financiera del año 2008 hirió la credibilidad y confianza a los mercados de capitales. Por esta razón los estados empezaron a participar más activamente en el funcionamiento y estructura de los mismos. Adicionalmente en nuestro país se sumó la falta de regulación en la materia, que conspiraba aún más con el ya diminuto mercado bursátil.

Por esta razón la nueva Ley inviste a la CNV la facultad de autoridad de contralor con rango de entidad autárquica del Estado nacional, dependiente del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Ahora la CNV cuenta con mayores herramientas de control, incrementando sus recursos, no sólo contando con lo previsto en el presupuesto nacional, sino con los fondos provenientes de multas, tasas de fiscalización y control y aranceles de autorización.

Entre las facultades más importantes destacamos las siguientes (art. 19 Ley 26831/12 siguientes y concordantes):

- En forma directa e inmediata, supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a todas las personas físicas y/o jurídicas que, por cualquier causa, motivo o circunstancia, desarrollen actividades relacionadas con la oferta pública de valores negociables.
- Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización de oferta pública.
- Llevar el registro de todos los sujetos autorizados para ofertar y negociar públicamente Valores Negociables.
- Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización para funcionar de los mercados, los agentes registrados y las demás personas físicas y/o jurídicas.
- Promover la defensa de los intereses de los pequeños inversores.
- Establecer normas mínimas de capacitación, acreditación y registro para el personal de los agentes registrados o para personas físicas y/o jurídicas que desempeñen tareas vinculadas con el asesoramiento al público inversor.
- Fijar los requerimientos patrimoniales que deberán acreditar las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

- Control de empresas bajo oferta pública

Uno de los temas con mayor controversia lo constituyen las “Facultades correlativas” (art.20 Ley 26831), donde se introducen nuevas atribuciones de fiscalización estatal especial para las sociedades anónimas con oferta pública.

A continuación citamos el mismo

Facultades correlativas

“Art. 20 - En el marco de la competencia establecida en el artículo anterior, la Comisión Nacional de Valores puede:

a) Solicitar informes y documentos, realizar investigaciones e inspecciones en las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización, citar a declarar, tomar declaración informativa y testimonial. Cuando, como resultado de los relevamientos efectuados, fueren vulnerados los intereses de los accionistas minoritarios y/o tenedores de títulos valores sujetos a oferta pública, la Comisión Nacional de Valores, según la gravedad del perjuicio que determine, podrá:

I) Designar veedores con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de la entidad, cuyas disposiciones serán recurribles en única instancia ante el presidente de la comisión;

II) Separar a los órganos de administración de la entidad por un plazo máximo de ciento ochenta (180) días hasta regularizar las deficiencias encontradas. Esta última medida será recurrible en única instancia ante el Ministro de Economía y Finanzas Públicas;

Entendemos que la promulgación de este capítulo obedece a la necesidad de proteger los intereses de aquellos inversionistas que de buena fe, puedan adquirir acciones de empresas privadas que hagan oferta pública de su paquete accionario. De esta forma frente a maniobras fraudulentas o ilegales que los directivos de dichas organizaciones pudieran llevar a cabo, el estado tendría la facultad de intervenir en la misma.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Es discutible el hecho de determinar cuál es el límite de la injerencia estatal en el sector privado, o preguntarnos si realmente estos artículos de la nueva ley ayudan a potenciar el diminuto mercado de capitales argentino.

- La regionalización de los Mercados y su interconexión.

Con tal propósito se dispone la creación de Delegaciones Regionales de la CNV en cualquier lugar del país (art. 7 LMC), debiendo establecer dicho Organismo sus facultades (art. 7 DR).

La propuesta es que el mercado de capitales pueda federalizarse mediante la presencia del estado a través de nuevas oficinas de la CNV en diferentes lugares del país. Adicionalmente los mercados de todo el país deberán estar interconectados en tiempo real a los efectos de que la formación de precios sea integrada.

- Conclusión

Uno de los puntos más importantes en relación a las modificaciones introducidas en la nueva ley tiene que ver con el mayor poder de fiscalización y autocontrol que se le otorga a la Comisión Nacional de Valores. La creciente capacidad de control y autarquía de la CNV le permite una mayor incumbencia en el funcionamiento y el manejo de los mercados y sus intermediarios y, en consecuencia, mayor poder para velar por los intereses de aquellos inversionistas minoritarios que puedan verse perjudicados por los manejos especulativos de los grandes jugadores de la bolsa. Será deseable que esta situación logre convertir al mercado bursátil en una verdadera alternativa de inversión para los ahorristas.

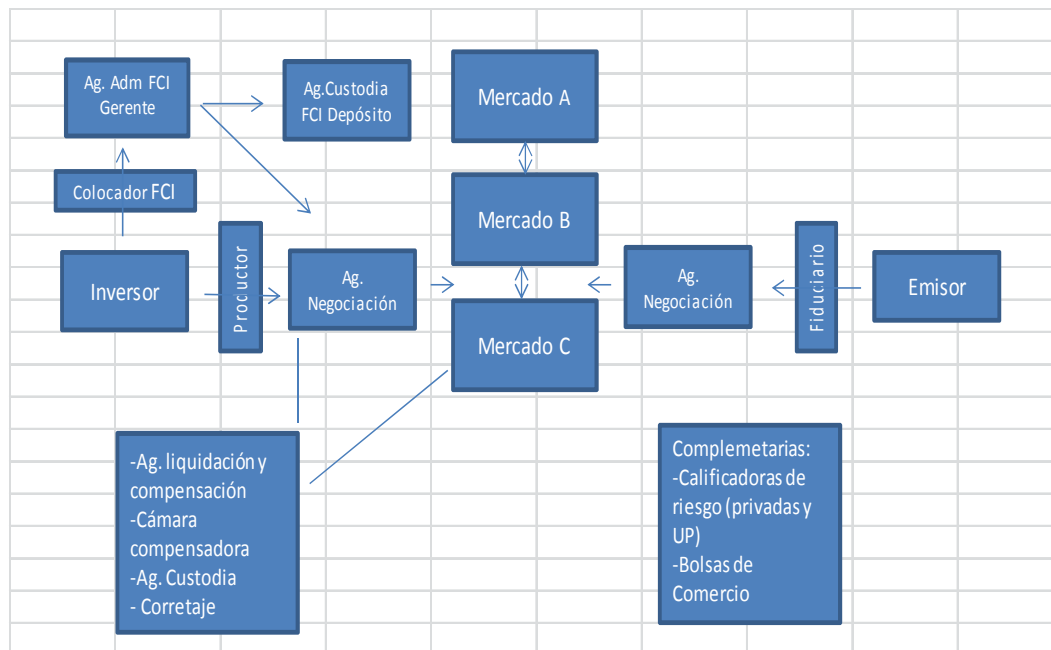
El otro punto de suma importancia tiene que ver con el controvertido artículo 20 de la Ley.

No pareciera ser muy alentador para que nuevas organizaciones recurran al mercado bursátil para lograr financiar algún proyecto o negocio. El fuerte intervencionismo estatal en las decisiones administrativas de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones, puede atentar con el mayor número de participantes que se pretende alcanzar. El resultado puede ser el contrario al esperado, esto es, un mercado de capitales cada vez más chico.

La lógica indica en la práctica que deberá encontrarse un punto de equilibrio entre la incumbencia estatal y manejo privado de los mercados financieros, con la firme intención de potenciar las operaciones bursátiles.

Gráfico 4

Cómo Funciona el Nuevo Mercado de Capitales¹⁵



Por el lado del **inversor**, éste puede colocar sus excedentes en el mercado de diferentes maneras. Ya sea a través de un Fondo Común de Inversión o directamente con un productor de mercado. En ambos el inversor es asesorado por estos agentes sobre las diferentes alternativas de inversión y el riesgo asociado a ellas.

Una vez decidido el camino a seguir interviene un agente negociador encargado de negociar el mercado correspondiente (MAE, Merval, Rofex entre los más importantes), la adquisición de él

¹⁵ Bunsow Federico. (2016). Mercado de Capitales: Estrategia, Valuación y Negocios. Editorial La Ley.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

o los activos financieros elegidos. Las operaciones se liquidan y compensan (pesos y títulos) a través del agente correspondiente por intermedio de una cámara compensadora. Finalmente los títulos son depositados en el agente de custodia respectivo (Caja de Valores SA).

Por el lado del **emisor**, una alternativa de financiación es la emisión de títulos valores en el mercado. Será un fiduciario administrador el encargado de preparar la emisión de los títulos y,

posteriormente un agente de negociación ofrecerá los títulos en el mercado de capitales apropiado en busca de inversores interesados. Adicionalmente una calificadora de riesgo evaluará el riesgo de incobrabilidad de los activos emitidos otorgándole una nota determinada.

A continuación comenzaremos a analizar los principales instrumentos financieros que ofrece el mercado de capitales.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

II-CAPITULO 2

II.1-TITULOS VALORES

II.1.1-CONCEPTO

Un título valor¹⁶ no es otra cosa que un documento comercial donde se pone de manifiesto un derecho privado de índole patrimonial, por lo que el ejercicio del derecho tiene una relación jurídica vinculada a la tenencia del título. Es también un instrumento de tipo crediticio, corporativo o de participación o representativo de mercaderías.

Todo título valor tiene un importe nominal determinado. Dicho valor está asociado indefectiblemente al documento (soporte material). Así, cuando una persona transmite el título de valor, transmite el derecho. O, dicho al revés, si se quiere transmitir el derecho, se debe transmitir el título de valor.

Generalmente, los derechos existen independientemente del documento que sirve para comprobarlos, y pueden ejercitarse sin necesidad estricta del documento; pero tratándose de títulos valores lo principal es el documento y lo secundario es el derecho asociado al mismo.

Sin embargo en la actualidad, con el uso de la tecnología, la forma cartular (papel) ha sido reemplazada por el formato de escritura pública, quedando registrada la tenencia de los títulos en un registro respectivo.

Pueden emitirse en forma individual o colectiva. Los principales instrumentos individuales son el cheque y el pagaré, denominados también títulos cambiarios, que se utilizan principalmente en la actividad comercial empresaria. Las emisiones colectivas son principalmente de títulos públicos nacionales y provinciales, como así también algunos de índole privada tales como

¹⁶ Títulos de deuda. Educación Mercado de capitales 2016. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

obligaciones negociables, acciones o fideicomisos. A diferencia de los primeros los títulos emitidos en serie abarcan una masa amplia de documentos con características y contenidos similares. A estos se les suele llamar valores mobiliarios por estar vinculados a la función de ayudar al emisor a recabar recursos financieros del inversor.

II.1.2-VALORES NEGOCIABLES

Son aquellos títulos valores emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, de dominio, patrimoniales o de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos que representan. La nueva ley de mercado de capitales 26831 también define en su artículo 2 a los valores negociables:

Títulos valores emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, las acciones, las cuotas partes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Asimismo, quedan comprendidos dentro de este concepto, los contratos de futuros, los contratos de opciones y los contratos de derivados en general que se registren en mercados autorizados, y los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y warrants, pagarés, letras de cambio y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados.

Desde el punto de vista de la función que cumplen, los valores mobiliarios tienen como objetivo principal financiar la actividad económica productiva del emisor, a través de la captura de los



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

recursos financieros de un inversor que tiene la necesidad de hacer rendir sus ahorros o vincularse a actividades productivas que por su cuenta no podría lograrlo.

Los valores mobiliarios son susceptibles de negociación en mercados organizados, fundamentalmente, en las Bolsas de Valores.

II.1.3-CLASIFICACION

Los¹⁷ mercados de capitales ponen al alcance de los inversores una gran variedad de instrumentos financieros, también denominados valores negociables, cada uno con características particulares y diferentes relaciones de riesgo y rentabilidad. Estos instrumentos son la forma en la que se materializa el financiamiento que obtienen empresas y el sector público (oferentes) mediante su adquisición por parte de los inversores (demandantes). El Cuadro 1 resume los principales tipos de valores negociables.

¹⁷ Erpen Mónica. (2010). Mercado de Capitales: Manual para no Especialistas. Bs.As. Temas Grupo Editorial.

Cuadro 1¹⁸

Clasificación de los Valores Negociables

	Según Emisor	Según Derechos de Posesión	Según Retribución	Según Titularidad	Según Plazo de Amortización
1	Estado Nacional, Provincial o Municipal	Valores que representan participación de capital	Renta Fija	Nominativos	Corto
2	Pymes o grandes empresas	Valores que representan préstamos	Renta Variable	Al Portador	Mediano
3				A la orden	Largo

Según el emisor

- Títulos emitidos por el Estado: es el Estado a nivel Nacional, Provincial o Municipal, el encargado de realizar la emisión de títulos de deuda. Generalmente se busca obtener financiamiento con el objetivo de realizar obras de infraestructura básica que requieren un volumen de recursos demasiado importante.

- Títulos emitidos por las empresas: son las empresas, ya sean estas pequeñas, medianas o grandes las encargadas de emitir papeles (acciones, obligaciones negociables, debentures, etc.) con el ánimo de financiar proyectos de negocios que les permitan afianzarse o crecer en el mercado.

Según los derechos derivados de su posesión

Valores que representan participación del capital

- Acciones: las acciones representan una parte o cuota del capital social de una sociedad anónima. Por lo tanto, le confieren a su titular legítimo la condición de socio o accionista y establecen un conjunto de relaciones jurídicas entre este y la sociedad.

Valores que representan un préstamo

¹⁸ Elaboración propia.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

- Títulos públicos: son instrumentos de renta fija emitidos por el gobierno nacional, provincial o municipal. Su objetivo es la financiación a dicho sector.
- Obligaciones Negociables: emitidos por empresas para obtener fondos necesarios para la realización de proyectos de inversión.

Según su retribución

- Valores de renta fija: son aquellos que tiene flujos de fondos predeterminados que el inversor conoce al momento de la compra. En las condiciones de emisión se especifica de qué forma se devolverá el capital y los intereses. Ej.: títulos públicos, valores negociables, CPD, etc.
- Valores de renta variables: son aquellos cuyos flujos de fondos no están predeterminados, es decir, no son conocidos por el inversor al momento de la compra. Esto es así porque dependen del resultado de la actividad a desarrollar por el emisor. Ej.: acciones.

Según su titularidad

- Nominativos: se emiten a favor de un sujeto determinado cuyos datos identificatorios surgen del título.
- A la orden: se libran consignando el nombre del beneficiario, quien sin embargo puede transmitirlo por endoso.
- Al portador: no se consigna beneficiario, su transmisión opera con la simple entrega del documento.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Según el plazo de amortización

- Corto plazo: aquellos instrumentos financieros cuyo vencimiento opera dentro de los 18 meses.
- Mediano Plazo: aquellos instrumentos financieros cuyo vencimiento opera dentro de los 2 años y medio de plazo.
- Largo Plazo: aquellos instrumentos financieros cuyo vencimiento supera los dos años y medio de plazo.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

II.1.4-TITULOS DE DEUDA

Los títulos de deuda son valores negociables que incorporan un derecho crediticio que permiten al inversor colocador fondearse para realizar inversiones a través de su colocación en el mercado de capitales. Se emiten en masa, o sea que otorgan idénticos derechos a todos los otros de su misma clase, siendo por ello fungibles. Por lo tanto pueden ser negociados en un mercado secundario ya que son considerados instrumentos de inversión.

Los títulos de deuda son activos financieros de renta fija. En esta clasificación podemos incluir a los **títulos públicos**, cuando son emitidos por organismos del estado nacional, provincial o municipal, y a los **títulos privados** de deuda como las Obligaciones Negociables, Valores Fiduciarios de Deuda y Cuota partes de renta de Fondos Comunes de Inversión.

Tanto los títulos públicos como privados tienen como objetivo principal obtener fondos suficientes para poder adelantar la gestión y los proyectos asociados a la misma. Esto es válido tanto para el Estado como para una empresa privada.

II.1.4.1-TITULOS PUBLICOS

Los títulos públicos¹⁹ son títulos de deuda emitidos por el estado nacional, provincial o municipal con el objetivo de obtener financiación para el desarrollo de las diferentes actividades que éste lleva a cabo. Es así como el estado obtiene fondos del público inversor asumiendo, al mismo tiempo, el compromiso de devolver el capital con más los intereses en un plazo y bajo determinadas características establecidas de antemano.

Características principales

¹⁹ Erpen Mónica. (2010). Mercado de Capitales: Manual para no Especialistas. Bs.As. Temas Grupo Editorial.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

***Interés:** la principal característica es que son instrumentos de renta fija, esto significa que el interés que devengan se encuentra establecido de antemano en las condiciones de emisión del título. De esta forma el inversor conoce de antemano cuál será el interés que dicho instrumento generará.

***Plazo de emisión:** corto, mediano y largo plazo, esto significa menos de un año, entre uno y dos años y más de dos años respectivamente.

***Amortización:** la devolución del capital se realiza en cuotas periódicas (mensuales, trimestrales, semestrales o anuales), o un pago total al vencimiento.

***Cláusula de ajuste de capital:** en algunos casos el capital o valor nominal del título se ajusta en base a un coeficiente o índice de actualización (CER) definido al momento de la emisión.

***Legislación aplicable:** se refiere a los tribunales en donde el inversor podría llegar a entablar litigios contra el emisor del instrumento por el incumplimiento de alguno de los términos definidos en las condiciones de emisión.

II.1.4.2-DEUDA PÚBLICA ARGENTINA

Evolución y Composición Actual

Analizando la Deuda Pública Nacional²⁰ por acreedor, hasta fines del tercer trimestre 2015, llegamos a la conclusión de que la mayor parte de ésta correspondía a deuda interna, esto es el 61% del total de la Deuda Pública Nacional. Los mayores acreedores son el Banco Central de la República Argentina a través de las Lebac, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de la ANSES y el Banco de la Nación Argentina (BNA).

La deuda pública total se mantiene por debajo del 45% del PIB y la deuda con el sector privado en moneda extranjera es de solamente el 8,5% del PIB.

²⁰ Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas. Subsecretaría de Financiamiento. Recuperado en <http://www.mecon.gob.ar/web/>

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

La deuda Privada se encuentra mayormente en manos de acreedores institucionales e individuales y en menor medida en bancos provinciales y otros organismos del Sector Público Provincial. Este conjunto asciende al 27% de la Deuda Pública Nacional.

El total de la deuda con Organismos Multilaterales y Bilaterales es de 12% de la Deuda Pública Nacional. Los Organismos Multilaterales, con los cuales la Nación o las provincias (con aval del Tesoro) registran deudas, incluyen al Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo, la Corporación Andina de Fomento y Fonplata. Por su parte, la “Deuda Bilateral” incluye obligaciones con agencias de gobiernos extranjeros, como por ejemplo las agrupadas en el Club de París.

En el cuadro 2 su evolución en los últimos 10 años como porcentaje del PBI:

Cuadro 2²¹

EN % PBI	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	3 TRIM 2015
DEUDAS CON AGENCIAS DEL SECTOR PUBLICO	3,70%	5,30%	9,00%	7,90%	16,10%	16,50%	16,70%	17,60%	20,40%	23,20%	26,30%	26,60%
DEUDA CON ORGANISMOS MULTI Y BILATERALES	20,70%	14,80%	8,30%	6,80%	5,90%	6,50%	5,40%	4,70%	4,50%	5,00%	5,60%	5,20%
DEUDA CON PRIVADOS	82,00%	40,50%	34,50%	29,60%	17,20%	16,60%	13,90%	10,90%	10,20%	10,60%	10,90%	11,80%
DEUDA PUBLICA BRUTA	106,40%	60,70%	51,80%	44,40%	39,20%	39,60%	36,10%	33,30%	35,10%	38,80%	42,80%	43,70%

Claramente puede apreciarse en el cuadro 2 como la Deuda Publica Argentina ha ido cambiando de acreedores. De ser una deuda con los Organismos Multilaterales, Bilaterales y Sector Privado, sus tenedores son ahora las propias agencias del Sector Publico.

²¹ Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas. Subsecretaria de Financiamiento. Recuperado en <http://www.mecon.gob.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Este cambio de composición tuvo lugar con posterioridad a la crisis del año 2001 que llevo a la Argentina a caer en cesación de pago (default). Esta crisis dio lugar a un canje con quita de deuda dispuesto por el Gobierno Nacional en los años 2005 y 2010 que logro una aceptación de casi el 93% por parte de los tenedores de bonos que cayeron en el mencionado default. A pesar del alto porcentaje de aceptación que se logró, Argentina no pudo volver a tomar deuda en el exterior por cuanto continuaba con una situación de incumplimiento con el restante 7% de los tenedores de bonos de deuda. El gobierno actual ha logrado acordar con estos tenedores de bonos a través de una propuesta que incluye una quita de intereses del 25%. Para ello emitió deuda por un total de U\$S 15.000 millones de dólares. Simultáneamente y como condición necesaria y suficiente, logro derogar, a través de la Ley 27249, las leyes cerrojo y de pago soberano que impedían a la Argentina emitir deuda nueva.

De esta forma la administración actual ha podido acceder nuevamente a los mercados internacionales de crédito con el objetivo de conseguir fondos frescos que impulsen una economía que se encuentra estancada desde hace varios años.

Durante todo el año 2016 el gobierno nacional ha emitido deuda por casi U\$S 50.000 millones de dólares con el objetivo de financiar el déficit fiscal creciente (cuadro 3) Esto abre un signo de interrogación respecto a la velocidad de endeudamiento que está evidenciando nuestro país. Este incremento medido como porcentaje de la deuda en relación al PBI significa haber pasado de un 44% a un 54%.

Cuadro 3²²

Deuda publica Bruta

Año	2015	2016
Deuda Pública Bruta en miles de U\$S	U\$S 240.000	U\$S 289,000

²² Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas. Subsecretaria de Financiamiento. Recuperado en <http://www.minfinanzas.gob.ar/web/>

Adicionalmente y con el objetivo de aspirar pesos de la economía tendientes a bajar la inflación, el stock de Letras (Lebacs) (cuadro 4) colocadas por el Banco Central a Diciembre del 2016 fue de \$ 670.000 millones, volumen que trepó a \$ 833.000 millones en Mayo 2017. Esto representa un incremento del 64.2% en la deuda que mantiene el BCRA principalmente con los Bancos. De todas maneras no es nuestra intención hacer un juicio de valor respecto a esta realidad.

Cuadro 4²³**Stock de Lebacs del BCRA**

Año	may-16	dic-16	may-17	Variación últimos 12 meses
Lebacs en \$ en Millones	\$538.568	\$ 669.259	\$ 832.997	64,20%

II.1.4.3-TITULOS PRIVADOS

Las empresas necesitan en forma permanente financiar su actividad, expandir su estructura, poner en marcha nuevos proyectos de inversión y refinanciar pasivos, entre otros. La falta de recursos entorpece su desarrollo, sobre todo si se trata de las Pymes que son, en su gran mayoría, mano de obra intensiva. Por ende, dicho problema repercute en el desarrollo de un país.

Las fuentes tradicionales para obtener esos fondos provienen, en general, de los aportes de los accionistas o de préstamos de proveedores y bancos.

²³ BCRA. Publicaciones Estadísticas. Principales Variables. Recuperado en <http://www.BCRA.gob.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Acceder al financiamiento bancario no resulta una tarea fácil. Los numerosos requisitos que exigen las entidades financieras a las empresas y las elevadas tasas de interés que cobran hacen muy poco atractivo esta fuente.

Esta baja profundidad crediticia se refleja en la estructura de los activos a los cuales se aplica la capacidad prestable del sistema bancario. Como vemos en el Cuadro 1, del total de recursos de la banca (pasivo más patrimonio neto), comparando los meses de Diciembre de los años 2014, 2015 y 2016, el porcentaje de esos recursos (de un 45% del año 2014 a un 41% en el 2016) que se destinan a financiar el sector privado cada vez es menor. A su vez el financiamiento de las entidades al sector público es muy bajo (Cuadro 2) (del 3,84% en el año 2014 al 2% en el 2016). El resto se vuelca al mantenimiento de altos niveles de disponibilidad, préstamos interbancarios, adquisición de Títulos Públicos que financian el gasto público y Letras y Notas que emite el BCRA para esterilizar la expansión monetaria.

Cuadro 5²⁴

Financiamiento Bancario al Sector Privado

En miles de pesos	dic-14	dic-15	dic-16
RECURSOS (PASIVO + PN)	\$ 1.340.548,30	\$ 1.847.281,30	\$ 2.645.672,90
PRESTAMOS SECTOR PRIV NO FINANCI	\$ 604.061,70	\$ 819.173,90	\$ 1.085.655,40
% DE PRESTAMOS SOBRE RECURSOS	45,06%	44,34%	41,04%

²⁴ Elaboración propia. Fuente: BCRA. Publicaciones Estadísticas. Entidades. Recuperado en <http://www.BCRA.gob.ar/web/>

Cuadro 6²⁵

Financiamiento Bancario al Sector Público

En miles de pesos	dic-14	dic-15	dic-16
RECURSOS (PASIVO + PN)	\$ 1.340.548,30	\$ 1.847.281,30	\$ 2.645.672,90
PRESTAMOS SECTOR PUBLICO NO FIN	\$ 51.470,00	\$ 75.253,00	\$ 52.825,00
% DE PRESTAMOS SOBRE RECURSOS	3,84%	4,07%	2,00%

Esto significa que los bancos en Argentina no cumplen eficientemente su rol de agentes de crédito, ya que adicionalmente se ocupan de financiar al Estado, vía Lebac, como una herramienta de política monetaria, que utiliza el Banco Central para controlar la cantidad de dinero del sistema.

En este contexto el Mercado de Capitales se presenta como una opción importante ofreciendo una gama de instrumentos financieros de corto, mediano y largo plazo. Así, el descuento de cheques de pago diferido, la emisión de obligaciones negociables y la estructuración de Fideicomisos Financieros se convierten en fuentes alternativas de financiamiento público y privado

Para tener una idea del volumen en millones de dólares que financia el mercado de Capitales Argentino, nos remitimos al cuadro 2 que refleja la variación producida entre los años 2014, 2015 y 2016 discriminado por el tamaño de las empresas.

²⁵ Elaboración propia. Fuente: BCRA. Publicaciones Estadísticas. Entidades. Recuperado en <http://www.BCRA.gob.ar/web/>

Cuadro 7²⁶

Financiamiento del Mercado de Capitales Argentino

Tipo de empresa y de instrumento	Financiamiento Total en Mill U\$S		
	2014	2015	2016
Total Empresas Grandes	7129	8788	11683
Obligaciones Negociables	4146	6045	8894
Fideicomisos Financieros	2941	2728	2502
Suscripción de Acciones	42	15	287
Total Pyme	689	875	855
Obligaciones Negociables	14	18	31
Cheques de pago Diferido	622	822	810
Fideicomisos Financieros	53	35	14
Total General	7818	9663	12538

La realidad marca que el comportamiento de las Pymes en dicho mercado muestra un crecimiento muy pronunciado entre 2014 y 2015, estancándose en el 2016 producto de la desaceleración de la economía. El instrumento de mayor uso es el Cheque de Pago Diferido por su sencillez y difusión. No obstante, los instrumentos de financiamiento de mediano y largo plazo perdieron terreno, o nunca despegaron. En el caso de los Fideicomisos Financieros (instrumentos generalmente utilizados para financiar el consumo) crecieron, para luego volver a caer hasta la actualidad.

Si tenemos en cuenta el contexto regional²⁷, el mercado de capitales argentino presenta escaso desarrollo en términos relativos a otras economías comparables latinoamericanas.

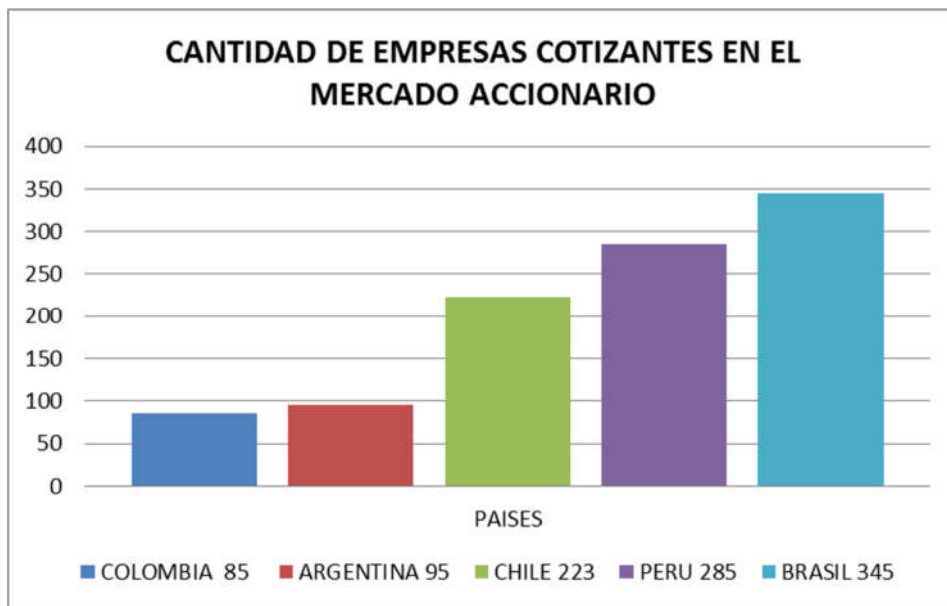
El empresariado argentino es reticente a la apertura de su paquete accionario a terceros inversionistas que puedan aportar fondos frescos. Esta escasa participación nos ubica en los últimos lugares comparado con otros países de la región (Cuadro 8).

²⁶ Instituto Argentino de Mercado de Capitales- Informe Anual 2016

²⁷ Comisión Nacional de Valores - Informe 2016. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>

Es intención del gobierno de Mauricio Macri tratar de revertir esta tendencia con el objetivo de que un mayor número de empresas busquen financiar sus proyectos a través de la emisión de acciones u obligaciones negociables.

Cuadro 8²⁸



A continuación profundizaremos sobre cada instrumento.

²⁸ Instituto Argentino de Mercado de Capitales- Informe Anual 2016



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

II.1.4.4.1-CHEQUES DE PAGO DIFERIDO

El artículo 54 de la ley 24.452 define al Cheque de Pago Diferido:

Como una orden de pago, librada a fecha determinada posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto. Los cheques de pago diferido se libran contra las cuentas de cheques comunes.

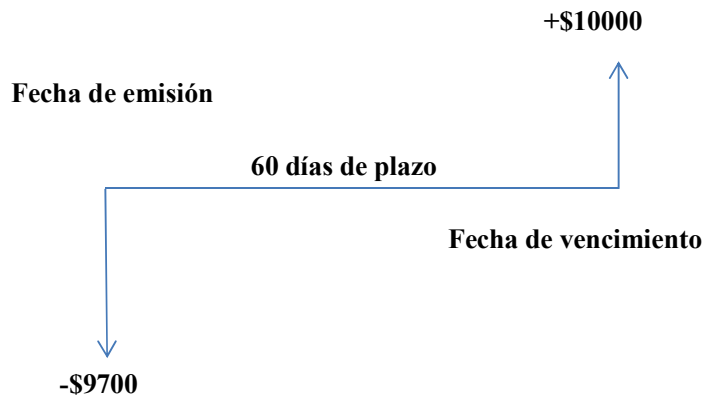
Conocida su definición debemos mencionar que después de la crisis del año 2001 y con el objetivo primario de lograr una rápida recuperación de la economía Argentina, se sancionó el Decreto N° 386/03 que modificaba la Ley 24452. El mismo buscaba convertir al Cheque de Pago Diferido o CPD en una herramienta para que el sector Pyme pueda conseguir financiación, flexibilizando su manejo. De esta forma se puede vender un CPD a una entidad financiera o depositarlo en Caja de Valores SA para posteriormente negociarlo en los Mercados de Valores.

Su negociación en las Bolsas de Comercio y los Mercados de Valores posibilitó una sensible reducción del costo financiero en que debe incurrirse para obtener fondos de modo anticipado, así como una mayor transparencia en la operatoria, quitándole protagonismo a los Bancos debido a sus mayores tasas de interés.

El CPD²⁹ es entonces un instrumento de deuda con un plazo máximo de emisión de 360 días y del tipo cupón cero, ya que el inversor lo compra a un valor inferior al que recibirá al vencimiento del mismo, sin pagos parciales entre ambas fechas.

²⁹ Erpen Mónica. (2010). Mercado de Capitales: Manual para no Especialistas. Bs.As. Temas Grupo Editorial.

El siguiente esquema resume las características de la operación:



En este ejemplo un inversor adquiere el CPD en \$9700 y dentro de 60 días cobrará un valor de \$10000. El primero es el monto invertido por el adquirente, el segundo es el valor nominal del documento. La diferencia de \$300 es el valor descontado al vendedor equivalente al interés ganado por el inversor.

Los CPD se negocian mediante una subasta. En la misma, el valor de la oferta es el equivalente a la tasa anual de descuento que aplica el oferente sobre el monto total de los CPD ofrecidos, el cual se expresa en porcentaje.

* CPD Avalados

El sistema avalado es exclusivo para pymes o personas físicas.

Para negociar cheques de sus clientes o propios, las pymes deben asociarse en carácter de partícipes a una sociedad de garantía recíproca³⁰ (SGR) autorizada a cotizar cheques en la BCBA (Bolsa de Comercio de Bs As), ya que la SGR puede cotizar cheques que tengan como beneficiarios a sus socios pymes, para estar en condiciones de garantizar el pago mediante un aval.

³⁰ Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en facilitar el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas (pymes) y mejorar, en términos generales, sus condiciones de financiación, a través de la prestación de avales ante bancos, cooperativas de crédito, cajas de ahorro y seguro, etc..



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Las pymes envían cheques propios o de terceros (entregados por sus clientes) a la SGR para que ésta los avale y envíe a la Bolsa para su posterior negociación. De esta manera, ante cualquier dificultad de cobro del cheque garantizado, la sociedad de garantía recíproca responde por la obligación impaga, abonando el monto comprometido.

Un agente o sociedad de bolsa depositará los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición en Caja de Valores.

La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, momento en que el emisor debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor.

*** Ventajas**

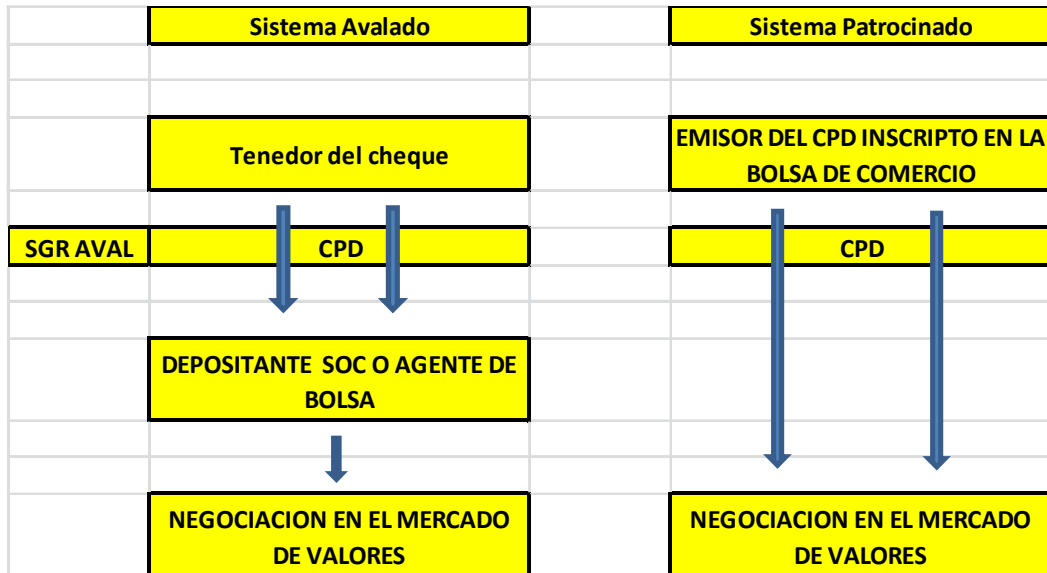
Los cheques de pago diferido avalados constituyen una nueva alternativa de financiación que permite:

- negociar cheques propios y recibir cheques endosables,
- acceder a tasas más baratas, como las otorgadas a grandes empresas, por contar con el aval de una SGR,
- mantener al librador y a la pyme beneficiada en el anonimato, ya que la que cotiza en Bolsa es la SGR,
- equiparar tasa y comisión con todos los clientes de la pyme y
- acercar a la empresa al mercado de capitales.

El cuadro 9 explica el esquemáticamente el funcionamiento de la operatoria.

Cuadro 9³¹

Sistema Avalado y Patrocinado



*** CPD Patrocinados**

La empresa libradora es la que solicita la autorización de cotización de los cheques de pago diferido que ella emite, en general, a favor de sus proveedores. Las firmas libradoras pueden ser sociedades comerciales, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales y fundaciones.

La responsabilidad de pago corresponde a la empresa libradora, que deberá tener los fondos suficientes en una cuenta bancaria cuando venzan los respectivos documentos.

*** Ventajas**

Los cheques de pago diferido patrocinados son una excelente herramienta de financiación de capital de trabajo y permiten:

³¹ Elaboración Propia



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

- generar mejores condiciones y plazos de pago, liberando así otras líneas de crédito;
- ofrecer a los beneficiarios liquidar los documentos al menor costo y con la mayor agilidad,
- brindar asistencia a pymes proveedoras, ayudando así a promover la empresa y fidelizar proveedores;
- acceder al prestigio y reconocimiento de cotizar en Bolsa.

Tratamiento impositivo

Impuesto a las Ganancias

Negociar Cheques de Pago Diferido se encuentra alcanzado por el Impuesto a las Ganancias. La base imponible la constituye el descuento obtenido (diferencia entre el precio pagado y el valor nominal del documento) por parte del comprador, siendo éste el sujeto del tributo.

Existe un régimen de retención por el cual el agente o sociedad de bolsa que interviene en la operación (por la parte compradora) debe actuar como responsable ante el organismo recaudador.

Impuesto al Valor Agregado

Los intereses generados en la operatoria están gravados por el impuesto, existiendo también en este caso regímenes de retención y percepción a cargo del agente o sociedad de bolsa que interviene en la operación (por la parte vendedora).

Impuesto a los Bienes Personales

La tenencia de Cheques de Pago Diferido se encuentra alcanzada por el impuesto, aplicándose las alícuotas correspondientes establecidas por la normativa vigente.

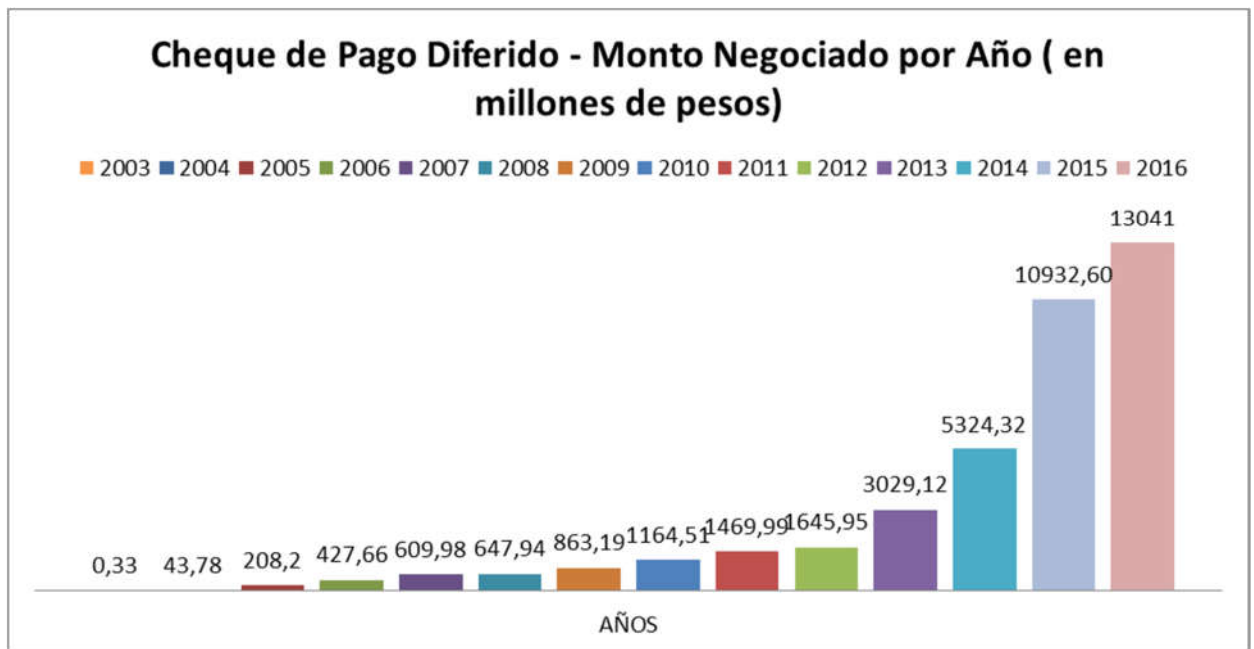
Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta

La tenencia de Cheques de Pago Diferido tributa el 1% en concepto de Ganancia Mínima Presunta.

El cheque de pago diferido es el instrumento financiero muy utilizado por la pymes como muestra el cuadro 10, donde se detalla el volumen operado por año desde 2003 al 2016.

De esta forma las empresas obtienen fondos de corto plazo a tasas más convenientes que la ofrecida por los bancos. La realidad indica que, mientras los bancos³² cobran una Tasa Nominal Anual superior al 40% para un préstamo a la Pymes, la tasa de interés de un cheque de pago diferido³³ es en promedio del 25% anual.

Cuadro 10³⁴



³² Santander Río. Costo Financiero Total Préstamo Pymes.2016. Recuperado en <http://www.santanderrio.com.ar/web/>

³³ Bolsa de Comercio de Bs As.2016. Recuperado en <http://www.bolsar.com.ar/web/>

³⁴ Instituto Argentino de Mercado de Capitales. 2016. Recuperado en <http://www.iamc.com.ar/web>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

II.1.4.4.2-OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Concepto

Las Obligaciones Negociables³⁵ son títulos de deuda privada que representan un contrato entre la empresa, que necesita los fondos, y el inversor, que tiene los fondos. El inversor que adquiere este título se constituye en acreedor de la empresa con derecho a que le restituyan el capital más los intereses convenidos en un período de tiempo determinado.

Son **valores de renta fija** porque poseen un esquema preestablecido de devolución. Son emitidos por entidades y empresas privadas, para obtener los fondos que necesitan para el desarrollo de sus actividades. Las obligaciones negociables (ON) se negocian en los mercados de capitales y son el equivalente a los títulos públicos, pero destinados a la financiación productiva del sector privado.

Las ON pueden ser emitidas en forma individual o a través de un programa global. Este último consiste en un procedimiento de autorización que permite al emisor, bajo determinadas condiciones generales, solicitar una autorización marco por un monto determinado y por un plazo máximo de 5 años, para posteriormente, hacer emisiones en una o más series en el momento que lo desee dentro del lapso quinquenal.

Características

El capital de las obligaciones negociables se devuelve generalmente en cuotas periódicas llamadas amortizaciones. Estos pagos pueden realizarse en forma anual, semestral o en otro plazo acorde a las necesidades del emisor.

³⁵ Títulos de deuda. ON. Educación de Mercado de Capitales. 2007. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

En las condiciones de emisión la empresa puede incluir algunos años de gracia, durante los cuales no realizará pagos de capital pero si abonarán los intereses. Si existe un período de gracia, el capital adeudado se divide entre los años restantes.

Por su parte, el pago de intereses se denomina pago de renta y también puede realizarse periódicamente. La tasa de interés que abona la obligación negociable puede ser fija, variable o mixta. Generalmente la obligación negociable tiene un cronograma de pagos de capital y renta periódico hasta su vencimiento.

Tratamiento Contable

La valuación de las ON se realiza de la misma forma que otro instrumento financiero, aplicando desde una perspectiva contable los criterios de valuación establecidos por las Normas Profesionales Vigentes y las Normas de la CNV: será una deuda si se trata del emisor, o como activo si nos referimos al inversor y, en este último caso, si el tenedor de las ON tiene intención de mantener las mismas hasta el vencimiento o, por el contrario, sólo es una posesión transitoria.

Quienes emiten ON

Los emisores son aquéllos admitidos por el artículo 1° de la Ley de Obligaciones Negociables N° 23.576 (modif. por la Ley N° 23.962) (LON), es decir, las sociedades por acciones, las cooperativas, asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales N° 19.550.

Ese artículo señala también que se aplican las disposiciones de las leyes nombradas, en la forma que reglamente el PODER EJECUTIVO NACIONAL, a las entidades del Estado nacional, de las provincias y de las municipalidades regidas por las Leyes N° 13.653, N° 19.550 (arts. 308 a 314), N° 20.705 y por leyes convenios.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Tipos de ON y garantías de la emisión

1-Obligaciones Negociables Simples: son aquellas que representan una relación de préstamo entre el emisor y el inversor, y por lo tanto, un derecho de cobro de capital e interés. El tenedor de las ON simples se constituye acreedor del emisor.

2-Obligaciones Negociables Convertibles: son aquellas que representan un derecho de cobro para el inversor obligacionista. Pero a diferencia de las ON simples, las ON convertibles otorgan la opción de canje de una determinada cantidad de acciones representativas del capital social del emisor, según una fórmula de conversión explicitada en el prospecto. Mediante estos títulos el inversor tiene la opción de cambiar su posición de acreedor a la de accionista de la emisora.

Obligaciones negociables con garantía común: el patrimonio del emisor garantiza la emisión. La situación del inversor frente al resto de los acreedores comunes o quirografarios, no cuenta con privilegios para el cobro.

Obligaciones negociables con garantía especial: determinados bienes se afectan como garantía de la emisión, por ejemplo un inmueble.

Obligaciones negociables con garantía flotante: el asiento de la garantía –Conf. Artículo 327 de la Ley de Sociedades Comerciales 19.550- se encuentra representado por todos los derechos, bienes muebles o inmuebles, presentes y futuros o una parte de ellos, de la sociedad emisora.

Obligaciones negociables con otras garantías: prenda con registro, prenda común, cesión fiduciaria de créditos, aval o fianza personal.

Decisión de la emisión

La ley dispone que para emitir obligaciones negociables por parte de sociedades por acciones y cooperativas sólo requiere su aprobación en la asamblea de socios o accionistas, sin necesidad de modificar los estatutos para tal fin.

En tanto que para el supuesto de emisión de obligaciones convertibles en acciones por parte de las sociedades posibilitadas para ello, es decir, que respondan al tipo de sociedades por acciones, será la asamblea extraordinaria de accionistas la encargada de aprobar la moción. Esta



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

previsión condice con el hecho de que, para la ley, la emisión de las obligaciones negociables convertibles implica la emisión de las acciones necesarias para afrontar el ejercicio de los derechos de conversión por parte de los obligacionistas y por tanto, respeta las disposiciones que en la materia contiene la ley de sociedades comerciales.

Por el contrario en las asociaciones civiles, deben ser los estatutos los que autoricen la emisión cuya resolución debe adoptarse por la asamblea.

Tratamiento Impositivo

Impuesto a las Ganancias

Los resultados obtenidos por la negociación de Obligaciones Negociables colocadas mediante oferta pública obtenidos por personas físicas y sucesiones indivisas están exentos y/o no gravados.

En el caso de empresas, estos resultados se hallan gravados con una alícuota del 35%.

Los intereses de las Obligaciones Negociables no se hallan alcanzados por el tributo en el caso de las personas físicas, mientras los sujetos empresa tributan el 35%.

Para el emisor de ON se admite la deducción de intereses bajo las condiciones del art 36 Ley 23.963.

Impuesto al Valor Agregado

La negociación de Obligaciones Negociables en el mercado de valores se halla exenta. Asimismo, los intereses devengados por los títulos no se hallan alcanzados por el tributo.

El emisor de ON se encuentra exento del impuesto al valor agregado de acuerdo al art 36 bis inc. 1 de la Ley 23962

Impuesto a los Bienes Personales

La tenencia de Obligaciones Negociables se encuentra alcanzada por el impuesto, aplicándose las alícuotas establecidas por la normativa vigente.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta

La tenencia de Obligaciones Negociables tributa el 1% en concepto de Ganancia Mínima Presunta.

OBLIGACIONES NEGOCIABLES PYMES

Como ya hemos afirmado con anterioridad, las obligaciones negociables son bonos privados que representan valores de deuda de la empresa que las emite (por ej., sociedad anónima, cooperativa). No implican participación societaria alguna y el inversor es un mero acreedor.

Actualmente se encuentra vigente un régimen especial de ONs Pyme, que permite a las empresas acceder a la oferta pública sin tener que hacer frente a la mayoría de los requisitos y exigencias que deben soportar las grandes empresas. El Decreto N° 598/2016 permite a las Pymes hacer oferta pública de ONs, previo registro en la Comisión Nacional de Valores (CNV) y autorización de la Bolsa de Comercio respectiva.

El monto máximo de una emisión de ON Pyme no puede superar, al momento, \$100.000.000 (cien millones de pesos). Las emisoras pueden solicitar la autorización de listado de un programa de emisión a colocar en series sucesivas dentro del plazo máximo de dos años de otorgada aquélla. Se podrán colocar series sucesivas parciales siempre y cuando la suma total no exceda el tope de \$ 100.000.000.

La realidad argentina

El acceso al financiamiento constituye frecuentemente un problema difícil de superar para las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes). El crédito escaso, la tendencia a la concentración del mismo hacia las grandes empresas, el requerimiento de garantías, y tasas de interés superiores a las que se enfrentan las empresas de mayor tamaño, son algunos de los problemas que encuentran las Pymes al solicitar financiamiento externo.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Con el objetivo de aumentar el uso de esta herramienta de financiamiento, la CNV emitió la Normas 2013, por la cual se amplía la definición de pequeña y mediana empresa al sólo efecto de permitir, a este tipo de organizaciones, emitir deuda vía Obligaciones Negociables.

A través de esta nueva definición, la emisión se encuentra abierta a más empresas cuyo promedio de ventas de los últimos tres estados contables no superen los montos máximos establecidos para cada sector (los montos deben excluir el IVA e impuestos internos).

Sector de Produccion	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construccion
Ventas Totales	\$ 160.000.000,00	\$ 540.000.000,00	\$ 650.000.000,00	\$ 180.000.000,00	\$ 270.000.000,00

Dentro de las teorías más relevantes acerca de las decisiones de financiamiento de las Pymes se encuentra el enfoque de la Jerarquía Financiera³⁶. Este enfoque establece que en las decisiones de financiamiento se priorizan los fondos propios, en particular la reinversión de utilidades. Esta decisión es tomada por los dueños en función a la flexibilidad y facilidad en la disponibilidad de los fondos.

Posteriormente, luego de la retención de beneficios, podrían ubicarse las fuentes de financiamiento restantes en el siguiente orden: 1) Capitales familiares, 2) Financiamiento de proveedores, 3) Financiamiento bancario, 4) Financiamiento a través del mercado de capitales.

Además del orden de preferencia que propone esta teoría, un factor clave en las decisiones de financiamiento son los costos asociados a cada instrumento. En general, la primera variable que se estudia para evaluar las diversas alternativas para financiarse es la tasa de interés. Sin embargo, existen costos extra que se deben afrontar para acceder al financiamiento que influyen directamente en el costo financiero total, y que varían de acuerdo al instrumento en cuestión.

³⁶ Myers y Majluf. (1984). Teoría de la Jerarquía Financiera. Recuperado en <http://www.es.scribd.com/doc/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Especial consideración merecen los costos fijos, dado que los mismos evolucionan inversamente con el volumen del financiamiento.

En el caso particular de las ONs en la Argentina, su pobre desarrollo como instrumento de financiación para las Pymes, permite suponer que la magnitud de dichos costos y su influencia sobre el costo financiero total, representan una limitación clave a la hora de acceder al mercado. Esta hipótesis toma mayor fuerza si se considera, además, que existen ciertos costos como los que surgen de la contratación de una Calificadora de Riesgo y/o de la obtención de una garantía, que a pesar de ser optativos en la práctica, se convierten en obligatorios por las características del mercado financiero.

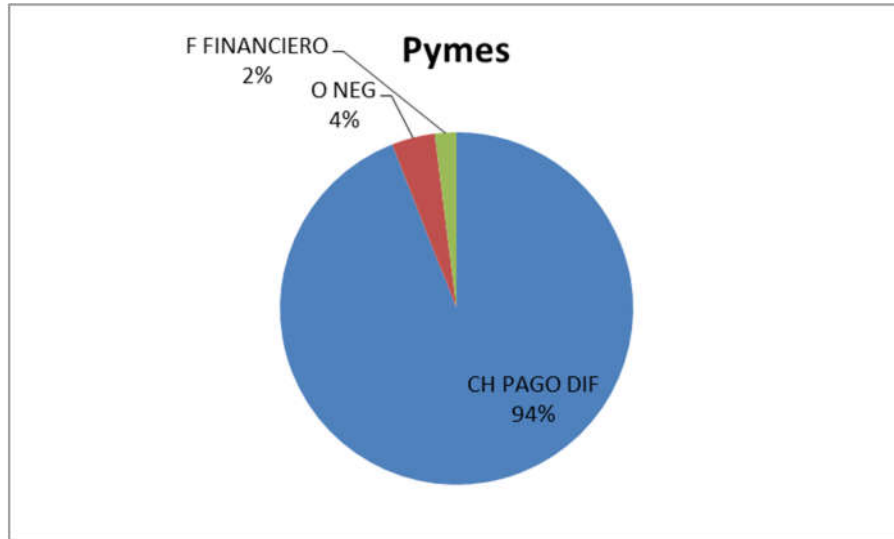
Dentro del financiamiento total obtenido por Pymes en el mercado de capitales (cuadro 10), a Diciembre del 2016, se observa que los Cheques de Pago Diferido (CHPD) han sido la principal herramienta (94%), en tanto le siguen las colocaciones de Obligaciones Negociables (4%) y Fideicomisos Financieros (2%).

En el caso de las grandes empresas las Obligaciones Negociables y los Fideicomisos Financieros son los principales instrumentos de financiación (cuadro 11).

Por otra parte el cuadro 12 nos muestra el volumen operado de ON en millones de dólares por tamaño de empresa y la variación entre 2014, 2015 y 2016.

Cuadro 10³⁷

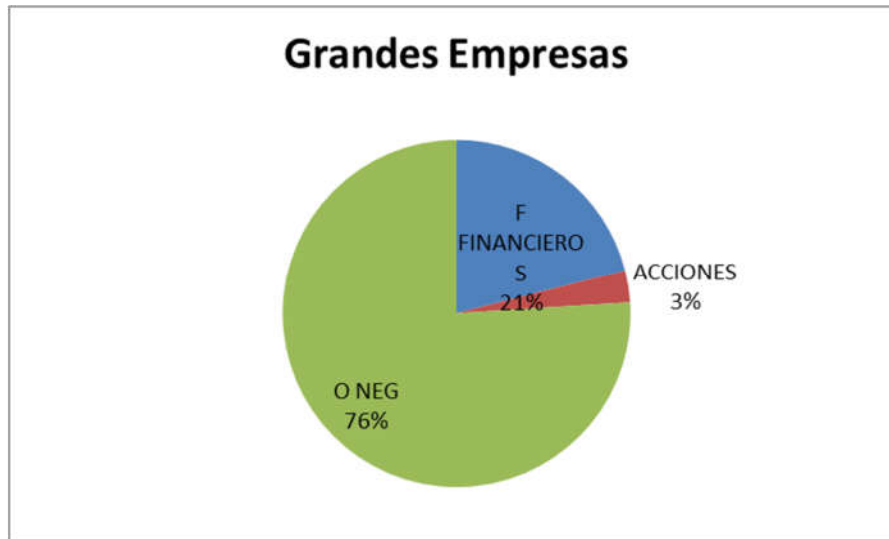
Financiamiento Pymes



³⁷ IAMC. Informe 2016. Recuperado en <http://www.iamc.com.ar/web/>

Cuadro 11³⁸

Financiamiento Grandes Empresas



Cuadro 12³⁹

Comparativo G Empresa vs Pymes

Tipo de empresa y de instrumento	Financiamiento Total en Mill U\$S		
	2014	2015	2016
Obligaciones Neg G. Emp	3146	4185	8894
Obligaciones Neg Pymes	14	18	31
Total General	3160	4203	8925

³⁸ IAMC. Informe 2016. Recuperado en <http://www.iamc.com.ar/web/>

³⁹ IAMC. Informe 2016. Recuperado en <http://www.iamc.com.ar>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Si bien se puede afirmar que hay una mejora, el financiamiento de las Pymes en el mercado de capitales sigue siendo escaso. De la totalidad del financiamiento en el mismo, sólo un 4% corresponden a emisiones de Obligaciones Negociables destinado a financiar Pymes. Siguen predominando los instrumentos a corto plazo, como los cheques de pago diferido.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

III-CAPITULO 3

III.1 FIDEICOMISO

III.1.1-CONCEPTO

Los antecedentes históricos del fideicomiso se remontan al derecho romano, en el cual se distinguían dos figuras: el fideicomiso y la fiducia.

La primera de ellas correspondía al derecho sucesorio, constituyendo el acto por el cual una persona a su fallecimiento (disponente) encarga a otra (fiduciario) la transmisión parcial o total de todos los bienes que conforman su herencia, a una tercera persona (fideicomisario). Esta figura se utilizaba frente a la incapacidad manifiesta, abordada por el derecho romano, para poder constituir un testamento.

La segunda de ellas correspondía a un acto entre vivos, por el cual uno de ellos transfería al otro, basado en una relación de confianza, uno o más bienes, con el fin de cumplir un objetivo establecido.

Con el dictado de la Ley N° 26994 sancionada el 01/10/2014, que modifica el Código Civil y Comercial de la Nación, se incorpora en su Art. 1666 la figura del fideicomiso. En ella se define que habrá contrato de fideicomiso:

“cuando una parte, llamada fiduciante, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona denominada fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de otra llamada beneficiario, que se designa en el contrato, y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario”.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

III.1.2-CARACTERISTICAS

Instrumentación

El Fideicomiso⁴⁰ se constituye mediante la celebración de un contrato, en el que se individualizan los siguientes sujetos:

Fiduciante (Originador)	Es el titular de los activos (créditos y bienes) y obligado a transmitir la propiedad fiduciaria de los mismos.
Fiduciario	Es quien recibe del Fiduciante los activos o derechos de propiedad fiduciaria, y ejerce en beneficio de un tercero (el beneficiario) designado en el contrato.
Beneficiario	Es quien recibe la utilidad del fideicomiso mientras éste dura.
Fideicomisario o destinatario final	Es la persona a quien deben entregarse los bienes cuando finalice el plazo del fideicomiso o se verifique la condición a la que se subordina.

Derechos y Obligaciones de los Sujetos

Del art.1666 de la Ley 26.994 se surgen los derechos y obligaciones principales para el nacimiento del fideicomiso; “...*Una parte (fiduciante) trasmite a la propiedad fiduciaria de bienes...*” es la primera obligación, establecida por la ley, que debe cumplir el fiduciante, la cual hace referencia a la transferencia que está obligado a hacer de los bienes en propiedad fiduciaria.; “...*A otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien designe en*

⁴⁰ Comisión Nacional de Valores-Fideicomiso Financiero. Recuperado en <http://www.cnv.gov.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

el contrato (beneficiario)...” es la primera obligación del fiduciario requerida por la ley de ejercer la propiedad fiduciaria de los bienes fideicometidos, administrando los mismos en forma prudente y diligente conforme lo hace el buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en el “...y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario...”

Del fiduciante

Derechos

- Designar uno o más fiduciarios y conservar para sí ciertos derechos vinculados con la posibilidad de controlar que se cumplan las disposiciones del convenio, entre los cuales conviene destacar la facultad de revocar el fideicomiso cuando resulta ineficaz o innecesario.
- Destituir al fiduciario por incumplimiento de sus obligaciones.
- Pedir rendición de cuentas al fiduciario.
- El juez podrá autorizar al fiduciante o beneficiario ejercer acciones en sustitución del fiduciario, cuando este no lo hiciera sin motivo alguno.

Obligaciones

- *Remunerar al fiduciario.
- *Reembolso de gastos al fiduciario.
- *Sanar la evicción. Según se desprende el art. 2091 del Código Civil habrá evicción si el adquirente (fiduciario) fue privado en todo o en parte del derecho (propiedad fiduciaria) que adquirió. El fiduciante debe corregir esta restricción para que el fiduciario pueda ejercerlo en cumplimiento de las obligaciones que surge del contrato.

Del fiduciario



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Derechos

- Tiene derecho al reembolso de los gastos de gestión y a una retribución por su trabajo de administrador, salvo acuerdo en contrario.
- Posee todas las facultades para llevar adelante el fideicomiso, principalmente las relativas al dominio y administración que tienen de las cosas. Cabe aclarar que el dominio es de tipo imperfecto, ya que no puede disponer del bien libremente.
- Puede usar y disponer de los bienes sin adueñarse de los frutos pero siempre hasta lograr el fin del contrato.
- Puede renunciar a su cargo si el contrato lo autoriza expresamente.

Obligaciones

- Deberá cumplir las obligaciones impuestas por la ley o lo convenido en el contrato, con la responsabilidad que requiere el cargo en función a la confianza depositada en él.
- Llevar contabilidad separada de los bienes fideicomitidos.
- Dar a los bienes el destino previsto en el contrato.
- Debe rendir cuentas de su gestión.
- El fiduciario dispone de todas las acciones que correspondan para defender los bienes fideicomitidos, tanto contra terceros como contra el beneficiario.
- El fiduciario podrá disponer o poner en garantía los bienes fideicomitidos cuando así lo requiera el fideicomiso, sin que para ello sea necesario la autorización del fiduciante o beneficiario, a menos que se hubiera convenido lo contrario.
- Es responsable por deuda ajena frente al Fisco debiendo pagar los tributos correspondientes con los recursos que administra.
- Al extinguirse el contrato, el fiduciario estará obligado a ceder los bienes fideicomitidos al fideicomisario o a sus sucesores, otorgando los instrumentos y facilitando los trámites de inscripción que correspondan.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Del beneficiario

Derechos

- Exigir al fiduciario el cumplimiento del fideicomiso
- Tiene derecho al ejercicio de acciones de responsabilidad de incumplimiento y de exigir acciones conservatorias.
- Solicitar la anulación de los actos cumplidos por el fiduciario contrarios a las instrucciones del fiduciante.
- El derecho a la obtención de la propiedad una vez finalizado el fideicomiso.

Tipos de Fideicomisos

Las diferentes y variadas combinaciones que puede adquirir el contrato de fideicomiso, dependerá de las características del negocio para el cual la propiedad fiduciaria permita alcanzar el fin estipulado por las partes.

De acuerdo a la finalidad que cumplen dichos bienes fideicomitidos, y el encargo efectuado respecto de ellos al fiduciario, los fideicomisos pueden clasificarse en:

* Fideicomiso de Administración

Son aquellos en los que el único y principal objetivo del negocio fiduciario radica en la transferencia de los activos en propiedad fiduciaria, para que el sujeto asignado como fiduciario los administre de acuerdo a los objetivos fijados en el contrato y a favor de los beneficiarios.

* Fideicomiso Financiero

El fiduciario es una entidad financiera o sociedad autorizada por la Comisión Nacional de Valores para desempeñar tales funciones.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

El Fideicomiso puede emitir títulos valores a favor de los Beneficiarios, con cotización en bolsa y/o mercados.

* Fideicomiso de Garantía

Son aquellos en los cuales el fiduciante transfiere al fiduciario activos o bienes en calidad de garantía a favor de un tercero (el beneficiario) para garantizar una obligación (generalmente un préstamo).

Es equivalente a un préstamo hipotecario, pero en este caso el inmueble deja de estar a nombre del deudor (fiduciante) y pasa al fiduciario, quien vela por el cumplimiento del contrato.

En caso de que el fiduciante no cumpla sus obligaciones, el fiduciario podrá vender directamente el inmueble (que está a su nombre) para cancelar la deuda ante el beneficiario. Esto reduce sustancialmente el riesgo para el inversor (beneficiario), quien ejecuta la garantía sin necesidad de litigios, costos y demoras legales.

Cumplida y cancelada la obligación, el bien vuelve al fiduciante.

* Fideicomiso de Inversión

Son aquellos que tienen por finalidad la inversión de los bienes fideicomitidos por parte del fiduciario, de acuerdo a las especificaciones del contrato, para beneficio del fiduciante, o el beneficiario.

Este tipo de fideicomiso se asemeja a los fondos comunes de inversión, donde el rol del fiduciario estaría siendo desempeñado por la sociedad gerente del fondo.

* Fideicomiso Inmobiliario

Son aquellos en los que el fiduciario recibe bienes inmuebles con el fin de desarrollar y comercializar un emprendimiento inmobiliario, cuyo fin es la enajenación y/o arrendamiento.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

* Fideicomiso Testamentario

Son aquellos que por disposición de última voluntad, una persona (causante-fiduciante) dispone la transmisión de una parte de su haber hereditario a un heredero forzoso o un tercero (fiduciario), para que lo administre en beneficio de un heredero forzoso o tercero (beneficiario); y a transmitirlo a la finalización del plazo estipulado a un heredero forzoso o tercero (fideicomisario).



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

TITULARIZACION

III.2.1-CONCEPTO

Para definir este concepto recurrimos a un reporte elaborado por la Bolsa de Comercio de Rosario que explica con claridad su significado:

El término Titularización proviene de la traducción del término "Securitization"⁴¹, que a su vez se deriva del anglicismo "Securities" (valores o títulos-valores), puesto que es en el Mercado de Capitales Estadounidense donde se ha desarrollado con mayor profundidad y amplitud esta figura financiera, asimismo este mecanismo en su última etapa (emisión de valores) se realiza en el mercado bursátil. En esa línea, el concepto de titularización se define como un mecanismo financiero donde se emiten valores respaldados en activos que carecen de un mercado secundario.

Es un proceso de estructuración de valores que permite vender activos o los derechos sobre los flujos futuros de activos que por su naturaleza, no son líquidos o poseen una lenta realización, permitiendo así que las empresas capten los recursos que necesitan para generar nuevos negocios de una forma que no hubiera sido posible con el financiamiento alternativo al tradicional. Es decir, permite obtener hoy los ingresos futuros generados por los activos a titularizar, permitiendo optimizar los activos de la empresa.

Esos activos que garantizan la emisión de títulos valores provienen de varias actividades (financieras y no financieras como las del sector real, comercial, etc.); en ese sentido, dentro de los activos que pueden titularizarse se pueden mencionar: cartera hipotecaria, préstamos para adquisición de vehículos, cartera de tarjetas de crédito, flujos de caja de peajes, de pasajes aéreos, de cuentas por cobrar en general, etc.

⁴¹ Bolsa de Comercio de Rosario. Boletín Económico. Recuperado en <http://www.bcr.com.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

III.2.2-EL PROCESO Y SUS PARTICIPANTES

Como se ha señalado, la titularización⁴² es una forma de financiamiento al transformar activos ilíquidos en activos líquidos. En este proceso intervienen diferentes agentes, algunos necesarios y otros eventuales, entre los que destacan las **empresas originadoras** que son las que poseen los activos sujetos a titularizar, y en consecuencia transfieren esos activos a un vehículo legal llamada **Sociedad (Titularizadora)**, constituida con el propósito exclusivo de conformar un patrimonio independiente del de la empresa originadora, a los efectos de poder respaldar los pagos de los flujos de fondos provenientes de la emisión de títulos valores prevista .

La recaudación de los flujos generados por los activos puede quedar en manos de la empresa titularizadora o subcontratar dicho servicio al originador o a un tercero. Asimismo, participan en este proceso **los inversionistas**, que son los adquirentes de los títulos valores vía agente de bolsa.

Existe un papel relevante de **la calificadora de riesgo y del representante de tenedores de valores (inversionistas)**. La calificadora realiza una evaluación respecto al riesgo asociado al activo a titularizar y respecto a todo el proceso de estructuración financiera realizado por el vehículo de propósito exclusivo (empresa titularizadora), con el objetivo de otorgar una nota a la emisión de valores prevista que será tomada en cuenta por los inversionistas.

Por su parte el representante de los tenedores de valores atiende los intereses del inversionista, dado que está presente durante todo el proceso, verificando que todo se realice conforme a lo pactado.

El colocador de títulos **es el agente de intermediación bursátil o sociedad de bolsa**, la cual gana una comisión por la colocación en Bolsa dado que la titularización se enmarca como una emisión de oferta pública que debe requerir del intermediario bursátil.

⁴² Bolsa de Comercio de Rosario. Boletín Económico. Recuperado en <http://www.bcr.com.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

III.2.3-ACTIVOS SUJETOS A TITULARIZAR

Se puede titularizar⁴³ cualquier tipo de activos que estén agrupados en una cantidad lo suficientemente importante de manera tal que generen un flujo de caja cierto y constante, que le permita a la Sociedad Titularizadora poder hacer frente a los pagos de los servicios, capital e intereses, de los títulos valores emitidos. Esto significa que el conjunto debe ser homogéneo, es decir debe reunir características análogas en materia de plazos, sistemas de amortización, tasas de interés, etc. que aseguren un flujo predecible.

Por lo anterior se desprende que se pueden titularizar los flujos provenientes de los pagos por **créditos de consumo, créditos con garantía hipotecaria, cartera de tarjeta de créditos, cuentas por cobrar de cualquier tipo de empresa, facturación de telefonía, pasajes aéreos,** etc. Además de que estos activos tienen que existir en cantidad, no pueden estar sujetos a litigios o embargos embargo con el objetivo de que los flujos de fondos que estos generan se direccionen exclusivamente al pago de la emisión de valores prevista.

Así mismo, otro aspecto relevante a considerar es la información que deben proveer aquellas empresas originadoras que tienen intención de vender cartetas de activos. Estas deben presentar información suficiente que provea de criterios a la clasificadora de riesgo en la evaluación de la calidad de los activos. En este procedimiento no se evaluará al emisor de los bonos, como en el caso de la oferta pública tradicional, sino elementos importantes que hacen a la calidad de los activos. Por ejemplo, en el caso de la cartera hipotecaria de un banco (originador) la clasificadora verificará la información histórica que se tenga sobre la morosidad de esa cartera, el comportamiento del prepago, análisis de políticas de otorgamiento de crédito, de tal forma de definir la probabilidad de "default" del flujo y la frecuencia de la pérdida esperada para que la Sociedad Titularizadora realice algún tipo de mejora crediticia para cubrir los "default" del flujo.

⁴³ Bolsa de Comercio de Rosario. Boletín Económico. Recuperado en <http://www.bcr.com.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

III.2.4-TIPOS DE TITULARIZACION

Se conocen tres estructuras básicas en la implementación de la titularización⁴⁴:

Con exposición fuera del balance: la transmisión de los créditos en fideicomiso desde el originante hacia el emisor se hace mediante venta, cesión o endoso. El originante se desprende de sus créditos y, por lo tanto, dejan de registrarse en su activo. Por otro lado, los certificados de participación lanzados por el emisor no inciden como pasivo en el patrimonio del originante. Los pagos que hacen los deudores de los créditos cedidos se transfieren a una cuenta del fideicomiso, destinándose esos fondos a pagar en primer lugar los servicios de intereses y a amortización de los certificados de participación y, luego, los gastos de administración.

Con exposición dentro del balance: la cartera de activos titularizada no sale del activo del originante. La emisión de títulos forma parte de pasivo del originante. Es una emisión de títulos garantizados (se ofrecen garantías adicionales) donde el flujo de fondos que los títulos generan no garantiza el pago de capital e interés. Es la mayor o menor solvencia del originante la que influye en la decisión de los inversores, motivo por el cual el emisor debe ofrecer y mantener garantías durante el plazo de duración de los títulos.

Mixto: es una combinación de las dos estructuras anteriores. Por un lado los activos a titularizar siguen formando parte del patrimonio del originador, los ingresos obtenidos por el flujo de fondos de los activos garantizan, exclusivamente, el pago de capital e intereses que generan los títulos emitidos.

⁴⁴ Lic. G de la Fuente. (2013). Titularización. UBA. FC CS ECONOMICAS.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

VENTAJAS

Para el Fiduciante:

- Adelanta un flujo de fondo futuro.
- Transforma activos ilíquidos en líquidos.
- Menor costo de financiación ya que solo se califica la capacidad de repago de los títulos y su garantía, independientemente del riesgo comercial de la empresa.
- Incrementa la capacidad prestable.
- La securitización deja intacta, y en algunos casos mejora, las posibilidades de endeudamiento por parte de la empresa.
- Posibilidad de recomprar los certificados emitidos en caso de tener excedentes de caja.

Para el Inversor:

- Patrimonio separado de Fiduciante y el Fiduciario, quedando los activos fideicomitidos resguardados de cualquier problema.
- Alternativa de inversión segura al estar supervisada toda la operación por la Comisión Nacional de Valores.
- Acceso a una cartera diversificada de instrumentos a los cuáles sería difícil invertir directamente.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

DESVENTAJAS

Riesgo de evicción: cuando se tratan de derechos que no pueden ser cedidos por endoso, la eventual existencia de vicios que determine la inexistencia, nulidad de los mismos o ineficacia de los derechos, podría suponer la disminución del valor de colocación de los títulos que esos activos riesgosos vengan a respaldar.

Riesgo de mora: la mora puede ser transitoria o estructural. La mora transitoria es aquella referida a meros atrasos en el pago de los vencimientos, pero que finalmente son atendidos sin afectar de esta forma la capacidad de repago de los activos. Por el contrario, la mora estructural es la que implica el no pago, afectando al recupero normal del crédito y de esta forma poniendo en riesgo el flujo de fondos que respaldan los títulos valores emitidos.

Habiendo explicado el procedimiento de titularización, haremos hincapié en los Fideicomisos Financieros, que son activos que se valen del mecanismo de securitización para poder ser desarrollados.

III.2.5-FIDEICOMISO FINANCIERO

En relación específica al fideicomiso financiero el art. 1690 de la Ley 26.994 lo define como

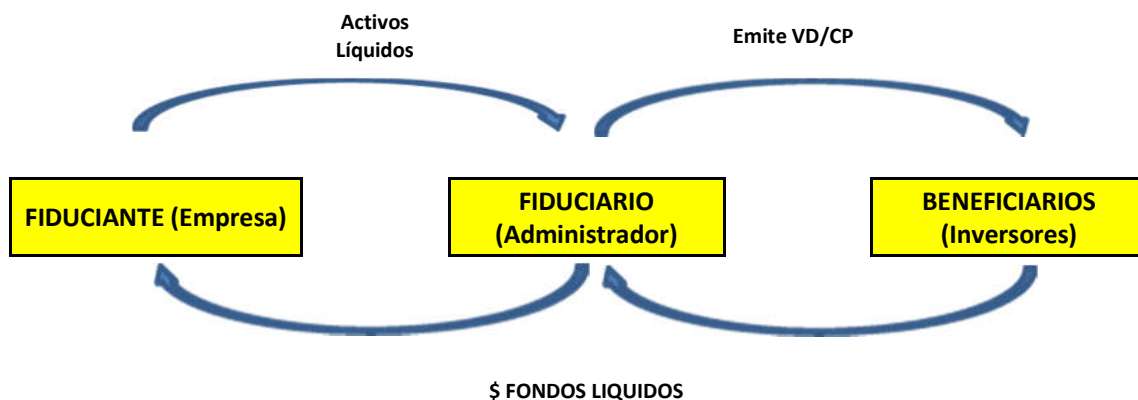
“aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos ”.

El nombre que reciben los valores negociables emitidos a partir de un contrato de fideicomiso financiero, según representen un activo de renta fija o de renta variable, se denominan “valores representativos de deuda (VD)” o “certificados de participación (CP)”

Como muestra en la figura 1 el fiduciario, sobre la base de los activos cedidos por el fiduciante, emite títulos valores que serán ofrecidos en el mercado, con el objetivo de obtener fondos frescos que permitan realizar nuevos proyectos.

Cuadro 1⁴⁵

Esquema del Fideicomiso Financiero



⁴⁵ Erpen Mónica. (2010). Mercado de Capitales: Manual para no Especialistas. Bs.As. Temas Grupo Editorial.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

La Propiedad Fiduciaria

La ley 26994 en su artículo 1670 dice que el objeto del fideicomiso puede estar constituido por todos los bienes que existen en el comercio, incluso universalidades, no así las herencias futuras. Dichos bienes deben estar individualizados en el contrato o, en el caso de no resultar ello posible, deberá dejarse constancia a través de la descripción de los requisitos y características a reunir. En tal sentido y, en su caso, será contenido del contrato la determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.

Cabe destacar que los bienes que conforman el fideicomiso constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante, del beneficiario y del fideicomisario (artículo 1685 Ley 26994); por lo tanto el fiduciario será poseedor de dos patrimonios, el propio y el que se constituye con la transmisión de los bienes en propiedad fiduciaria.

Por otra parte el artículo 1686 de la ley citada precedentemente establece que:

“los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario” Tampoco pueden agredir los bienes fideicomitidos los acreedores del fiduciante, quedando a salvo las acciones por fraude y de ineficacia concursal,” y el artículo 1687 que “los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones asumidas para la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos.”

En consecuencia, en el caso de no ser suficientes los bienes que conforman el patrimonio fideicomitado, deberá resolverse de acuerdo a lo que las partes hubiesen estipulado en el contrato o, de no existir previsiones en tal sentido, se procederá a la liquidación conforme determine el juez sobre la base del Derecho Concursal.

Valores Fiduciarios

En un Fideicomiso Financiero pueden emitirse dos tipos de Títulos: **Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) y Certificados de Participación (CP).**

Los inversores pueden adquirir cualquiera de ambos títulos. El **VDF** se asemeja a la emisión de un bono porque el Fideicomiso se compromete a devolver el capital prestado más los intereses



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

con el flujo de fondos que generan los activos fideicomitidos que garantizan la emisión. O sea que poseen las características propias de un instrumento de renta fija, y por lo tanto pagan al inversor un flujo periódico de renta y amortización que efectiviza el fiduciario conforme a lo establecido. Es importante mencionar que en las condiciones de emisión de este tipo de títulos se publica el flujo de fondos proyectado para conocimiento de los inversores potenciales.

El CP otorga un derecho de participación o de propiedad sobre los activos fideicomitidos. El beneficiario participa del negocio y riesgo de la operatoria. Cumplen con las mismas obligaciones que los tenedores de los VDF pero su derecho de cobro, con el producido del Fideicomiso Financiero, se activa una vez cancelados los compromisos asumidos con los tenedores de VDF. Si fue un buen negocio, seguramente la rentabilidad será atractiva; si no lo fue, en un caso extremo, pierde toda la inversión.

Es importante destacar que un FF puede emitir más de un clase de valores representativos de deuda fiduciaria. En general, las diferentes clases se diferencian entre sí en función al nivel de subordinación, permitiendo separa niveles de riesgos. Así, un VD clase A o Senior tiene prioridad en el cobro frente al tenedor de un VD Clase B o Subordinado. De esta forma se protege a los tenedores del tipo A de una parte sustancial de riesgos en el flujo de fondos de Fideicomiso.

Administración

Conforme la normativa de la Comisión Nacional de Valores en su art. 6 de la Sección 3era, pueden actuar como fiduciarios las entidades financieras autorizadas a actuar como tales en los términos de la Ley 21526 y las sociedades anónimas constituidas en el país.

En general, la administración del FF es realizada por el Fiduciario designado en el contrato, existiendo la posibilidad de subcontratar dicha gestión. El fiduciario tiene el compromiso primordial de gestionar y cumplir el cometido del fideicomiso encontrándose obligado a actuar con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él.

El art. 1695 de la ley 26994 menciona que:



Universidad de la Defensa Nacional

**Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

En los Fideicomisos Financieros con oferta pública las decisiones colectivas de los beneficiarios de adoptan por asamblea, salvo que existan dentro del contrato disposiciones en contrario o reglamentaciones de la CNV, aplicando las reglas de convocatoria, quórum, funcionamiento y mayorías de las sociedades anónimas excepto en el caso en que se trate la insuficiencia del patrimonio fideicomitado o la reestructuración de sus pagos a los beneficiarios.

En este último supuesto, se aplican las reglas de las asambleas extraordinarias de sociedades anónimas, pero ninguna decisión es válida sin el voto favorable de tres cuartas partes de los títulos emitidos y en circulación.

Extinción

El art 1697 de la mencionada ley expresa que el fideicomiso se extingue por:

- a) el cumplimiento del plazo o la condición a que se ha sometido, o el vencimiento del plazo máximo legal;
- b) la revocación del fiduciante, si se ha reservado expresamente esa facultad; la revocación no tiene efecto retroactivo; la revocación es ineficaz en los fideicomisos financieros después de haberse iniciado la oferta pública de los certificados de participación o de los títulos de deuda;
- c) cualquier otra causal prevista en el contrato.

Al mismo tiempo producida la extinción del fideicomiso, el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitados al sujeto designado como fideicomisario, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales que correspondan.

Auditoria del Fideicomiso Financiero

El art. 27 del capítulo 4º de la sección 12 de las Normas de la Comisión Nacional de Valores menciona que:



Universidad de la Defensa Nacional

**Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

“el fiduciario deberá designar un Agente de Control y Revisión. La función de control y revisión de los activos subyacentes de los fideicomisos y el flujo de fondos que generan, deberá ser ejercida por un Contador Público Independiente matriculado en el Consejo Profesional respectivo con una antigüedad en la matrícula no inferior a CINCO (5) años”

Continuando con la normativa de la CNV, el artículo 28 enumera las principales tareas que debe realizar el auditor en el desarrollo de su función:

- a) Realizar la revisión y control de los activos a ser transferidos a los fideicomisos financieros.
- b) Control de los flujos de fondos provenientes de la cobranza y verificación del cumplimiento de los plazos de rendición dispuestos por la normativa vigente.
- c) Control de los niveles de mora, niveles de cobranza y cualquier otro parámetro económico financiero que se establezca en la operación.
- d) Análisis comparativo del flujo de fondo teórico de los bienes fideicomitados respecto del flujo de fondos real y su impacto en el pago de servicios de los valores negociables fiduciarios.
- e) Control de pago de los valores negociables fiduciarios y su comparación con el cuadro teórico de pagos incluido en el Prospecto y/o Suplemento de Prospecto.
- f) Control y revisión de los recursos recibidos y su aplicación.

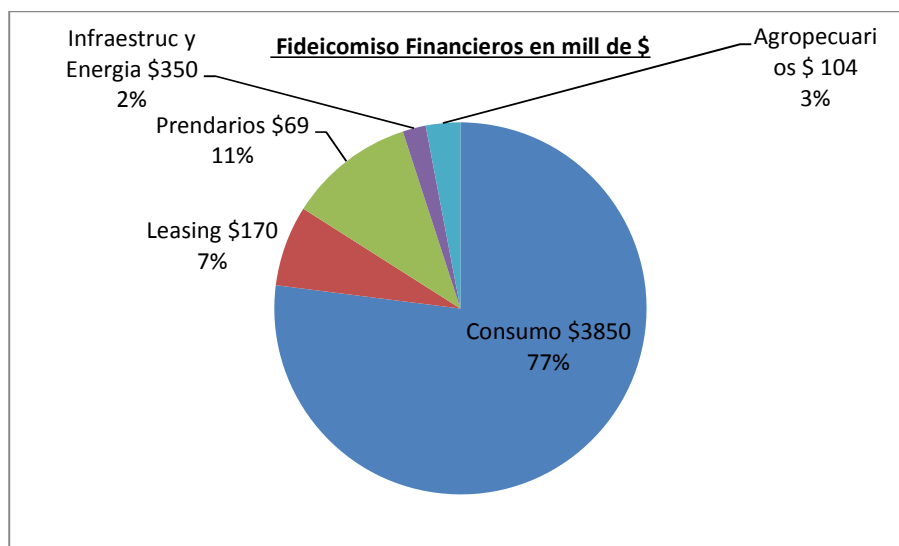
Los informes elaborados por el Agente de Control y Revisión sobre el resultado de las tareas desarrolladas durante la vigencia del fideicomiso, los que deben ser emitidos con una periodicidad no mayor a UN (1) mes y contar con la firma legalizada por el Consejo Profesional respectivo, deberán estar a disposición de la CNV en las oficinas del Fiduciario.

Realidad de los Fideicomisos Financieros en Argentina Diciembre 2016

Analizando Diciembre del año 2016 (Cuadro 2), la mayoría de las colocaciones tienen como activos subyacentes créditos de consumo, a saber préstamos personales otorgados por Bancos, créditos personales de compañías financieras y tarjetas de crédito. Los plazos de emisión de los certificados son entre 7 y 60 meses a una tasa de interés que oscila entre el 22% y el 27% nominal anual.

La conclusión a la que podemos arribar es que la mayoría de los Fideicomisos Financieros en Argentina son de corto plazo, ya que se encuentran garantizados por activos de igual plazo. Esta herramienta de financiación es utilizada por bancos y financieras para seguir colocando préstamos de consumo. Los inversionistas pueden ser otros bancos, empresas o inversores privados que buscan determinada rentabilidad, con tasas de interés que van en promedio desde el 20% al 27 % nominal anual.

Cuadro 2⁴⁶

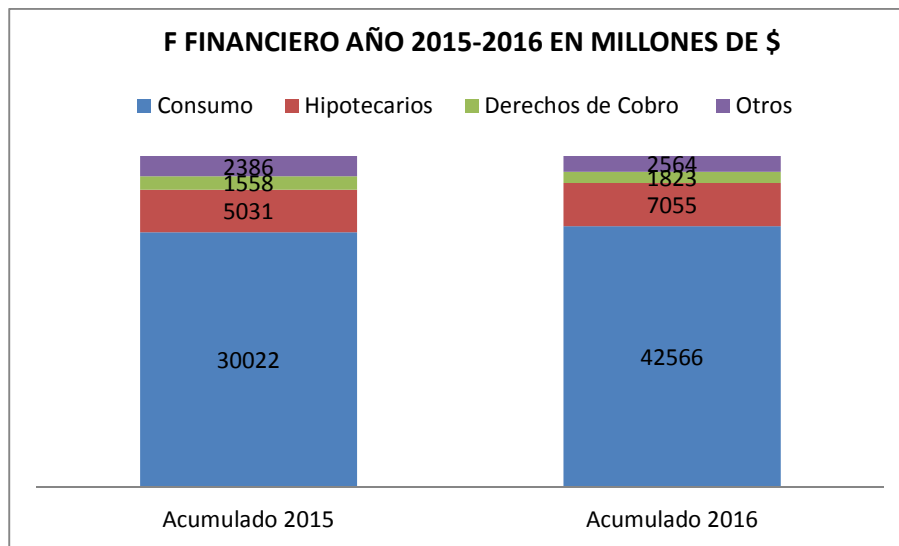


⁴⁶ CNV-Informe Dic. 2016. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Comparando la estructura de los F. Financieros en los años 2015-2016 (Cuadro3), los fideicomisos de consumo siguen liderando la composición global. Del 42 % de incremento comparando el 2015 y 2016, los fideicomisos de consumo representan el 73% del total colocado. Si bien hay un crecimiento de la cartera de fideicomisos con garantía hipotecaria (creció un 40 % entre 2015 y 2016), esta composición nos muestra la falta de uso de esta herramienta financiera para fondear actividades relacionadas con la producción y las obras de infraestructura.

Cuadro 3⁴⁷



⁴⁷ CNV-Informe Dic. 2016. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

III.2.6-ASPECTOS IMPOSITIVOS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

El primer paso⁴⁸ consiste en conferirle al fideicomiso personalidad a los fines tributarios. Si bien ha sido considerado como un vehículo sin personalidad jurídica, si la tiene en el ámbito tributario, toda vez que como contribuyente realice hechos impositivos y posea un patrimonio propio destinado a un objetivo establecido, actuando como agente económica independiente para la atribución del mencionado hecho imponible.

Adicionalmente debemos mencionar que el Fideicomiso Financiero es responsable en su actuación por el cumplimiento de deuda ajena, que a los fines fiscales se encuentra obligado a pagar el tributo al fisco con los recursos que administre, perciba o disponga. Esto significa que el fideicomiso deberá responder por los hechos impositivos que genere la dinámica de su funcionamiento a saber: la transferencia de la propiedad fiduciaria, los resultados y variaciones patrimoniales provenientes de su actividad, la distribución de resultados a los beneficiarios, la entrega del patrimonio fideicomitado una vez extinguido el contrato.

Atendiendo a esta autonomía es que, el fideicomiso, deberá responder con sus propios bienes en forma solidaria junto con el patrimonio fideicomitado, ante un posible incumplimiento de sus deberes tributarios.

Los fideicomisos se encuentran obligados a inscribirse como contribuyentes en el impuesto a las ganancias y al valor agregado, respectivamente, en la medida que tenga la característica de revestir una unidad económica susceptible de generar hechos impositivos.

En el cuadro 1⁴⁹ y 2⁵⁰ realizamos una síntesis de los principales impuestos que normalmente gravan las operaciones instrumentadas por un fideicomiso financiero.

⁴⁸ Papa, Rodolfo. (2014). Fideicomisos para abogados y contadores. Errepar.

⁴⁹ Elaboración propia.

⁵⁰ Elaboración propia.

Cuadro 1⁵¹

Tratamiento Tributario de los Fideicomisos Financieros

FIDEICOMISO FINANCIERO	BS. PERSONALES	GANANCIAS	IVA	IMPUESTO DEB/CRE
HECHO IMPONIBLE	EXENTA	Ganancias de la Propiedad Fideicomitida	Op. Financieras de emisión, colocación, amortización, intereses	Operaciones Bancarias
BASE IMPONIBLE		Resultado por tenencia	Volumen operado	Débitos y Créditos en Ctas. Bancarias
SUJETO		Fideicomiso Financiero	Fideicomiso Financiero	Fideicomiso Financiero
ALICUOTA		35%	21%	0,6%
EXENCIONES		F Financiero de Obra Pública	Colocaciones por Oferta Pública	Op. en Cta. Bursátil o cheque de ventanilla

Cuadro 2⁵²

Tratamiento Tributario de los Tenedores de certificados

PERSONA FISICA	BS. PERSONALES	GANANCIAS	IVA	IMPUESTO DEB/CRE
HECHO IMPONIBLE	Tenencia de Certificados	Compra - Venta de títulos sin oferta pública	Compra - Venta de títulos sin oferta pública	Operaciones Bancarias
BASE IMPONIBLE	Costo + intereses devengados al 31/12 o Precio de Mercado según corresponda	Ganancia neta	Volumen operado	Débitos y Créditos en Ctas. Bancarias
SUJETO	Tenedor de certificados	Tenedor de certificados	Tenedor de certificados	Tenedor de Certificados
ALICUOTA	0,50% al 1,25%	35%	21%	0,6%
EXENCIONES	Tenedores domiciliados o radicados en el exterior	Compra - Venta de títulos con oferta pública	Compra - Venta de títulos con oferta pública	Op. en Cta. Bursátil o cheque de ventanilla

⁵¹ Elaboración Propia.

⁵² Elaboración Propia.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

IV-CAPITULO 4

IV.1-EL FIDEICOMISO FINANCIERO Y EL ESTADO MUNICIPAL

NECESIDADES DE INVERSION EN INFRAESTRUCTURA MUNICIPAL

La infraestructura es la plataforma de crecimiento de cualquier país que pretenda encaminarse hacia el desarrollo a largo plazo. Esto es así por diferentes razones. Por un lado las distintas actividades productivas y de servicios que se llevan cabo en cualquier región del país implican una fuerte movilización de recursos humanos y económicos. Esos recursos para poder actuar de manera eficiente, demandan calles, rutas, puentes, transporte, edificios, energía, internet, etc. por nombrar solo algunas inversiones.

Por otro lado, estos elementos hacen a la calidad de vida de los habitantes de un pueblo o ciudad. Mayor y mejor salud, educación y seguridad son los principales servicios que un estado debe brindar a los ciudadanos. Es imposible cumplir eficientemente con los mismos si no se invierte a largo plazo en infraestructura.

Al mismo tiempo una inversión en infraestructura requiere de grandes desembolsos de dinero que muchas veces es difícil conseguir. Más aún, a nivel Municipal, los fondos del Estado Nacional o Provincial deben dividirse por goteo a las diferentes localidades. Inclusive ese reparto a veces es discrecional conforme al color político de las intendencias. De esta forma, al recibir los recursos de manera gradual, se hace difícil poder proyectar inversiones significativas, salvo que los fondos provengan directamente del espectro nacional o provincial.

Es aquí donde la figura del Fideicomiso Financiero puede abastecer de financiamiento a algún municipio que necesite fondeo.

+



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

El fideicomiso resulta una herramienta útil que permite al sector público obtener el financiamiento para obras de infraestructura y pago de proveedores sin aumentar la presión fiscal.

A través de la participación de una entidad bancaria, se procede a la creación de un fondo fiduciario que provea de los fondos o activos que el Estado Municipal requiere.

IV.1.1-BREVE DESCRIPCIÓN

La doctrina lo ha caracterizado como:

- “ Aquel fideicomiso en el cual el Estado (nacional, provincial o municipal) en su carácter de fiduciante, transmite la titularidad de bienes del dominio público o del dominio privado de su pertenencia, o afecta fondos públicos, para realizar un fin lícito de interés público⁵³”.
- “es el contrato por medio del cual la Administración, por medio de alguna de sus dependencias facultadas y en su carácter de fideicomitente, transmite la propiedad de bienes del dominio público o privado del Estado, o afecta fondos públicos, a un fiduciario, para realizar un fin lícito de interés público”⁵⁴.
- “Aquel por el cual el Estado transmite a un "fiduciario" la propiedad de bienes de su dominio público o privado o le afecta fondos públicos, para llevar a cabo un fin lícito de interés público⁵⁵”.

Si bien el fideicomiso público se apoya en la relación bilateral fiduciante-fiduciario, existe una importante diferencia respecto al fideicomiso privado. Básicamente la relación bilateral se origina en la norma que hace viable al fideicomiso (ley o decreto) fijando sus objetivos y características, estableciendo condiciones, términos y todos los requerimientos que harán posible su puesta en marcha y también su extinción.

⁵³ Diplotti, Adrián Malumián, Nicolás Gutiérrez, Pablo Los fideicomisos públicos y la inmunidad fiscal del estado. PET N° 199

⁵⁴ Lisoprawski, Silvio V.; Kiper, Claudio M. Tratado de Fideicomiso. Depalma, Buenos Aires, 2ª ed. 2010.

⁵⁵ (Acosta Romero, Miguel, "Derecho Bancario", p. 340, Ed. Porrúa, México, 1978).



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Cada vez más estados provinciales y municipales están considerando la utilización de la figura del fideicomiso como alternativa para financiar obras públicas y realizar inversiones para el desarrollo local.

Adicionalmente, la seguridad jurídica que ofrece el fideicomiso puede resultar un incentivo a la suscripción por parte de ahorristas individuales e institucionales dispuesto a invertir en proyectos de alto impacto social.

Este instrumento posibilita el acceso al mercado de capitales, otorga transparencia a la administración de recursos y a la gestión de las obras públicas, y permite complementar los proyectos del sector público con la participación privada.

IV.1.2-FINALIDAD

Para Dávalos Mejía⁵⁶:

La justificación social-económica del fideicomiso público, como soporte a la actividad central del Estado, se materializa cuando ciertas necesidades sociales o económicas necesitan un tipo de solución o apoyo que reúna las siguientes características:

- por la naturaleza propia del fideicomiso, su utilización, por lo general, es aplicable a actividades temporales, fáciles de identificar y de aislar de cualquier otro tipo de relación administrativa, pues, por tratarse de un contrato, permite centrar la actividad a desarrollar con la especificación y objeto en el texto mismo de la convención.
- por la misma razón, el fideicomiso permite como ninguna otra figura, concentrar e independizar los bienes o fondos que la administración pública dispone y afectar a la realización de un objetivo que, como se citó, es temporal.-
- por el carácter de patrimonio separado sujeto a reglas diferentes, que adquiere la masa de bienes o fondos fideicomitados, y por lo mismo, su fácil consideración en un presupuesto de egresos o ingresos, los fines de los fideicomisos públicos son principalmente de

⁵⁶ Dallaglio, Fontanini, Ortiz. (2011). Los FF públicos, una innovadora herramienta estatal.



Universidad de la Defensa Nacional

**Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

financiamiento y en algunos casos de asesoría respecto a la aplicación que se debe dar a dicho funcionamiento.

- los fondos fiduciarios sirven como una suerte de presupuesto garantizado por más de un año, para el financiamiento y estabilidad de un programa público, debido a que en nuestro sistema de administración financiero no existe la figura de presupuestos plurianuales aprobados por ley para un período mayor a un año.

- por último, por la estructura del fideicomiso, la responsabilidad del cumplimiento del objetivo que tuvo la administración pública al crearlo es exclusivamente de la fiduciaria y no de aquélla. En este punto debería formularse una salvedad: cuando el fiduciario administre y disponga de los bienes o fondos fideicomitados según y sólo por las instrucciones que aquél le imparta, la responsabilidad será compartida en la medida de las atribuciones que la ley o acto administrativo de creación del fideicomiso hubieran asignado a uno u otro. Dadas las características distintivas del fideicomiso público, en relación a su par privado, es concebible la atenuación (no así la inexistencia) de la responsabilidad del fiduciario en aquellos contratos en que este último actúa prácticamente como mero soporte dominial con facultades acotadas.

Queda bastante claro que la figura del fideicomiso financiero público es una herramienta que otorga cierta claridad y transparencia al complejo entramado de la obra pública. Como es creado para un fin determinado, con un patrimonio propio, el mismo puede ser auditado de manera eficiente permitiendo la rendición de cuentas ante la sociedad. Por otro lado como el fondeo ha sido proyectado, la probabilidad de que el proyecto sea desfinanciado es menor que aquellas obras que dependen de la provisión de fondos del estado nacional o provincial.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

IV.1.3-CARACTERES DISTINTIVOS

Con relación a los sujetos que intervienen en un fideicomiso público encontramos la presencia de los siguientes:

Fiduciante: quien transmite los bienes al fideicomiso y estipula las condiciones del contrato, en este caso particular es siempre el Estado.

Fiduciario: quien recibe los bienes en carácter de propiedad fiduciaria, con la obligación de administrarlos y darles un fin de acuerdo a lo establecido en el contrato, podrá ser un ente privado o el mismo Estado (suelen ser los agentes financieros de las provincias en cabeza de alguna entidad financiera local).

Beneficiarios: que pueden ser el Estado, los inversores privados y otros destinatarios que el Estado determine en función del interés público que se desea satisfacer.

Fideicomisario: suele ser el Estado el destinatario final en el caso que exista remanente de bienes.

Otra característica distintiva alude a que si bien el fideicomiso público encuadra dentro de la estructura contractual que regula a los fideicomisos en general, los mismos, para tener viabilidad, necesitan ser creados por una ley o decreto que fije sus características, condiciones y fin para el cual fue creado. La norma así creada deberá especificar los siguientes componentes:

El Fiduciante: el Estado; **EL Fiduciario**: ente técnicamente competente; **el Patrimonio Fideicomitado**: los bienes y recursos transmitidos en propiedad fiduciaria; **La finalidad u objeto fiduciario**: obra o proyecto de interés general; **El plazo o condición** al que el fideicomiso esté sometido; **Las causales de extinción**; **Los Beneficiarios**, personas físicas y/o jurídicas destinatarios finales del objeto del fideicomiso.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

IV.1.4-PROCESOS

Definidas las características generales de un Fideicomiso Financiero Público, es conveniente esquematizar las etapas que se desarrollan en la implementación de un Fondo Fiduciario del Estado. Lo haremos a nivel Municipal ya que nuestro caso trata justamente el financiamiento de un Municipio Capitalino.

Primero, es el Estado Municipal el encargado de definir su plan de infraestructura en función a las necesidades sociales y de acompañamiento al crecimiento del sector privado, con obras que beneficien a la sociedad en su conjunto.

Segundo, búsqueda de métodos alternativos de financiamiento que permitan la realización de obras en el corto plazo, con costos bajos para el municipio y que sea tentador a los inversionistas.

Tercero, dar el marco legal adecuado (ordenanzas y decretos) que permitan la implementación del método alternativo elegido (fideicomiso).

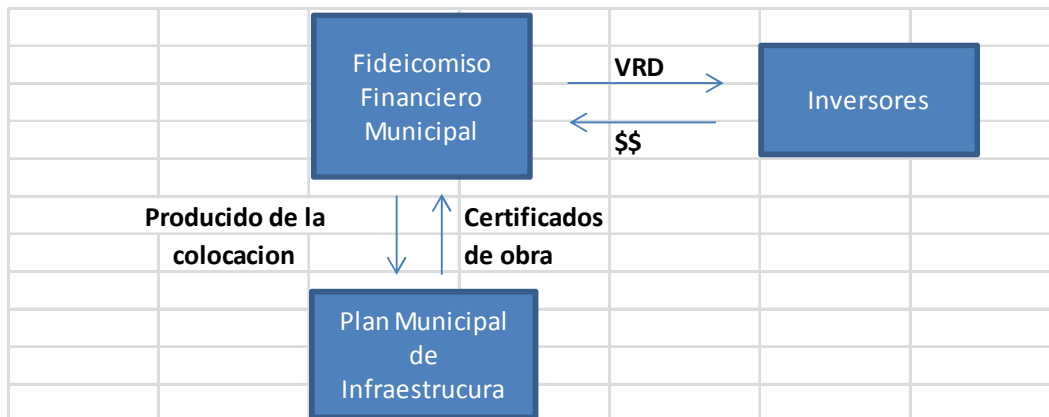
Cuarto, definición del mercado inversor al que se apunta para la obtención de los fondos. Si se colocarán en un mercado institucionalizado o no.

Quinto, convenio con la empresa encargada del armado de la emisión de los títulos valores, definición de los activos subyacentes que se titularizarán, flujo de repago, características de los mismos, sistema de amortización, interés, plazo etc.

Sexto, se emiten los títulos de deuda y se comercializan en el mercado a través de un agente de bolsa o directamente sin intermediarios sin un mercado institucional (Grafico 1).

Cuadro 1⁵⁷

Proceso al momento de la emisión



Séptimo, como explica el gráfico 1, el FF Municipal se hace de los fondos necesarios provenientes de la compra, por parte de los inversores, de los títulos valores.

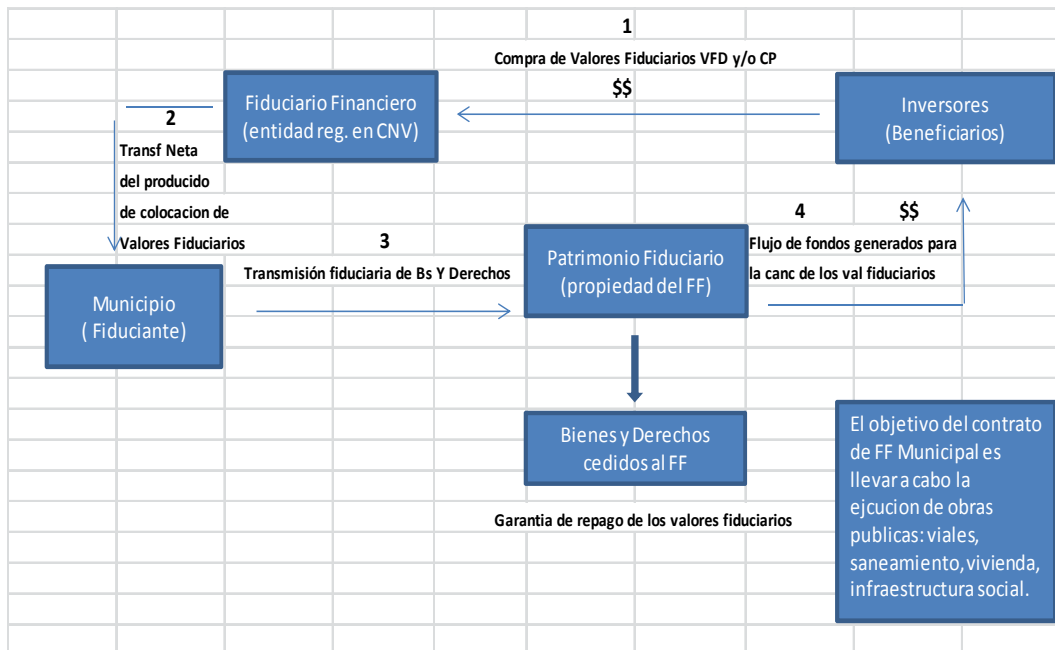
Octavo, comienza la ejecución de las obras, emitiéndose los correspondientes certificados de obra que permiten ir liberando los fondos necesarios. Este proceso continua hasta la finalización de las mismas.

En el Cuadro 2 podemos ver el proceso completo en dónde a lo dicho anteriormente, deberíamos agregar que el repago de los flujos de fondos de los títulos valores emitidos por el FF Municipal, se realiza sobre la base de la transmisión fiduciaria que el Municipio hace sobre sus recursos presentes o futuros provenientes de impuestos, tasas, créditos o porcentajes de coparticipación federal entre otros.

⁵⁷ CNV-FF para Municipios. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>

Cuadro 2⁵⁸

Estructura Fideicomiso Financiero para Municipios



⁵⁸ CNV-FF para Municipios. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

IV.1.5-TITULARIZACIÓN DE LOS ACTIVOS PÚBLICOS

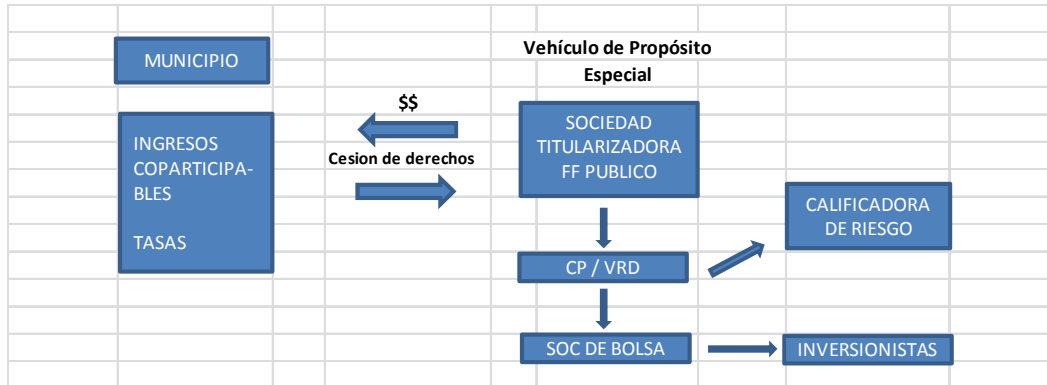
Como habíamos definido en capítulos anteriores, la titularización es el proceso a través del cual los bancos y otras entidades financieras podrán vender o financiar activos ilíquidos (reales o financieros) y con un flujo de fondo predecible, transformándolos en instrumentos (títulos valores), del Mercado de Capitales, con mayor liquidez y menor riesgo. De esta manera se alcanzan simultáneamente dos importantes objetivos: se recupera liquidez y se deriva a terceros el riesgo implícito de los activos ilíquidos.

La titularización modifica el mecanismo de financiamiento tradicional por otro más complejo que conlleva a la desintermediación del proceso, ya que pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero (el banco media pero no asume riesgo crediticio, ya que la contingencia queda en cabeza del tenedor final del título), y la movilización de activos de baja rotación.

En el caso de un Fideicomiso Financiero Público podemos, a través del gráfico 1, detallar el proceso de titularización del tipo pass-through o con exposición fuera de balance:

Cuadro 3⁵⁹

Titularización de un FF Público



Es el Municipio quien cede derechos, a la sociedad fiduciaria, tales como los recursos de Coparticipación Federal, Tasas Municipales o Cartera de Préstamos de alguna Caja Pública, a los efectos de que actúen como activos subyacentes de la emisión de Certificados de Participación (CP) o Valores representativos de Deuda (VRD). Esos títulos son calificados por una empresa especializada en la evaluación de riesgo, otorgándole una calificación en función a las características del título y a los activos puestos en garantía para la devolución de los fondos invertidos.

Los títulos valores autorizados por la CNV y calificados por la evaluadora, son puestos en el mercado en forma directa o a través de una sociedad de bolsa, encargada de la comercialización de los mismos. Una vez colocados en el mercado y obtenidos los fondos de las inversionistas, se precede a su asignación a la obra pública del municipio.

A continuación analizaremos un caso real.

⁵⁹ CNV-FF para Municipios. Recuperado en <http://www.cnv.gob.ar/web/>



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

IV.1.6-ANÁLISIS DE UN CASO REAL

FIDEICOMISO FINANCIERO PÚBLICO EN LA CIUDAD DE SANTIAGO DEL ESTERO

El caso que vamos a desarrollar en el presente análisis intenta proponer la creación de un Fideicomiso Financiero Público en el Municipio de la Ciudad de Santiago del Estero. Para ello haremos una breve descripción del contexto socio-económico, aportando datos objetivos que nos ubiquen en el lugar dónde trabajaremos para, posteriormente, desarrollar la idea propuesta.

Análisis del contexto socioeconómico

La Ciudad de Santiago del Estero es la capital de la Provincia del mismo nombre, perteneciente a la región del Noroeste de la República Argentina. Es la ciudad más antigua fundada por los españoles que aún existe en territorio argentino. Se encuentra sobre el río Dulce a 1.042 km de la ciudad de Buenos Aires, sobre la Ruta Nacional RN 9 y a 187 metros sobre el nivel del mar.

Con una población de 277.000 habitantes es la ciudad con mayor densidad poblacional y el asiento principal del Gobierno de la Provincia.

Su principal atractivo tiene relación con el turismo y la cultura, ya que al ser una ciudad muy antigua, conserva edificios e iglesias en buen estado que invitan al turista a realizar un recorrido histórico por la misma.

La presencia del estado es fuerte, absorbiendo el 70 % de la mano de obra en relación de dependencia. Esta característica es distintiva de las provincias que componen el noroeste argentino. Por tal motivo los estados provinciales y municipales destinan grandes cantidades de recursos para motorizar la actividad privada que, en gran medida, ofrecen sus productos y servicios a éstos, transformándose en proveedores del estado.



Universidad de la Defensa Nacional

**Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Santiago del Estero es una provincia con escasos emprendimientos industriales. La actividad primaria, agricultura y ganadería, son su principal recurso económico, aunque lejos del desarrollo que presenta la pampa húmeda. Esta característica hace que tanto la provincia como la ciudad dependan fuertemente de los recursos coparticipables que el estado nacional envíe.

Esta situación generó, tiempo atrás, que a causa de enfrentamientos entre las autoridades nacionales y provinciales, el envío de fondos comenzara a reducirse, provocando situaciones de pobreza y conflictividad social que llevaron incluso a la intervención por parte del gobierno nacional.

Justamente esta situación nos motiva a emprender la idea de crear un Fideicomiso Financiero que le permita al Municipio de la Ciudad de Santiago del Estero generar recursos para financiar proyectos de infraestructura, sin depender de los fondos coparticipables.

Esta herramienta financiera le permitirá al municipio contar con recursos frescos para lograr un desarrollo urbanístico importante para la ciudad. Al mismo tiempo es un motor de creación de empleo ya que al volcar esos recursos a la economía real, se produce un efecto multiplicador que derrama ingresos a diferentes sectores.

Entendemos que cuanto mayor sea la capacidad de una provincia o municipio para generar recursos propios, mayores serán las posibilidades de lograr un desarrollo sostenido en el tiempo, mejorando de esta forma la calidad de vida de la población.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

IV.1.6.1-FIDEICOMISO FINANCIERO CAJA SOCIAL DE SANTIAGO DEL ESTERO

Introducción

La Caja Social de Santiago del Estero fue creada el 3 de octubre de 1941 a través de la Ley 1625 que fue impulsada por el entonces diputado provincial Sr. Oscar Raimondi.

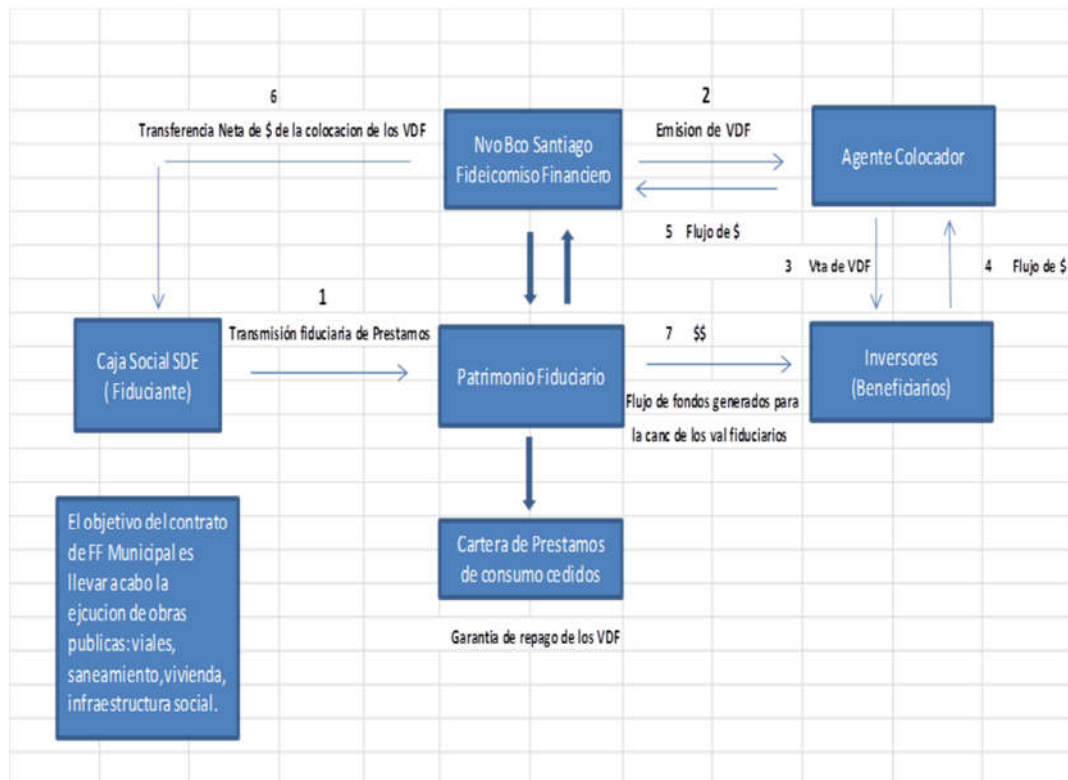
Dicha institución es la encargada de administrar parte de la actividad del juego en toda la Provincia, esto es la Lotería, la Tómbola (Quiniela) y Bingo. Adicionalmente ofrece préstamos personales de consumo a todos los empleados públicos provinciales y algunos entes autárquicos.

Estos préstamos son ofrecidos a los empleados públicos con requisitos un poco más accesibles en relación a los que exigen las entidades bancarias de la provincia. Al mismo tiempo las cuotas son descontadas por recibo de sueldo facilitándole al empleado el pago de las mismas. Esta característica otorga a la cartera crediticia un porcentaje de incobrabilidad muy bajo (alrededor del 3%).

El objetivo de este Fideicomiso consistirá en titularizar la cartera de préstamos de la Caja Social, emitiendo sobre los mismos títulos de deuda que serán colocados en el mercado de valores a través de una Sociedad de Bolsa. Los activos serán repagados con el flujo de fondos proveniente de la cartera de préstamos personales. Del producido por la colocación de esos títulos a los inversores interesados, se obtendrán los fondos necesarios para la realización de las obras que requiere el Municipio (cuadro 4)

Cuadro 4⁶⁰

Esquema del Fideicomiso Financiero Caja Social de SDE



Constitución del Fideicomiso.

El presente Fideicomiso Financiero se constituye de la siguiente manera:

Fiduciante y Administrador: Caja Social de Santiago del Estero.

Fiduciario y Emisor: Nuevo Banco Santiago Fideicomisos S.A.

⁶⁰ Elaboración propia.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Fideicomisario: Municipalidad de Santiago del Estero.

Agente de Control: Estudio Contable Pizarro y Asociados.

Colocador: Ravelo Soc. De Bolsa S.A.

Beneficiarios: los titulares de los valores fiduciarios.

Activos Fideicomitados

- Préstamos personales de consumo otorgados a los empleados de la administración pública provincial.
- Las sumas de dinero que tengan origen en los préstamos cedidos al Fideicomiso Financiero que estén depositados en una cuenta del fideicomiso o en cualquier otra cuenta como ser la Cuenta Recaudadora, incluyendo las Cobranzas, y las sumas correspondientes a los Préstamos en Mora.
- También se encuentran incluidos como activos aquellos préstamos que sustituyan a los originalmente adquiridos, conforme lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso, y a todos los flujos de fondos recibidos en concepto de pago de capital e intereses de los Préstamos por cualquier otro concepto derivado de la administración y/o disposición de los Activos Fideicomitados.

Préstamos

Son los préstamos personales originados por la Caja Social de Santiago del Estero en pesos a empleados y garantizados con una fianza personal otorgada por un empleado en planta permanente en carácter de co-deudor principal, cuyo pago se efectúa a través de un régimen de Descuento de Haberes para el cumplimiento de las obligaciones para con la Caja Social de Santiago del Estero.

Condiciones de Elegibilidad de los Préstamos.

Cada Préstamo deberá reunir a la fecha de Corte las siguientes condiciones de elegibilidad:



Universidad de la Defensa Nacional

**Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

- 1- Haber sido originado conforme con las normas establecidas para este tipo de operaciones.
- 2- Haber obtenido las autorizaciones necesarias de parte de las autoridades estatales en relación al otorgamiento de los mencionados créditos, incluyendo aquellas relativas a los códigos de descuentos sobre los haberes de los deudores cedidos de los préstamos.
- 3- Que el Fiduciante tuviera título perfecto, libre de todo gravamen;
- 4- Sea una obligación de pago legal, válida y vinculante del Deudor bajo dicho Préstamo;
- 5- Que los Préstamos cuenten al menos con la primera (1º) cuota paga.

Los Préstamos se instrumentan a través de: (i) una solicitud de crédito suscripta por cada Deudor en la cual –según manifiesta con carácter de declaración jurada el Fiduciante- se ha previsto que los mismos pueden ser cedidos en los términos del Código Civil y Comercial; y ii) un Pagaré; ello sin perjuicio de los restantes documentos que forman parte de la Documentación de los Préstamos.

Descripción particular de los Préstamos.

Los Préstamos otorgados por la Caja Social de SDE tienen, sustancialmente entre otras características las siguientes: (i) han sido originados directamente por el Fiduciante, o sea la misma Caja Social; (ii) han sido originados con anterioridad a la Fecha de Corte en base a la Pautas de Elegibilidad establecidas en el Contrato de Fideicomiso; (iii) son pagaderos exclusivamente en Pesos; (iv) devengan intereses (v) han sido otorgados por un plazo máximo de veinticuatro (24) meses; (vi) sus fechas de vencimiento son posteriores a la fecha de cálculo del saldo de la cartera; (vii) han sido otorgados por un monto de capital máximo de Pesos cuarenta mil (\$ 40.000); (viii) tienen una cuota total no mayor a Pesos dos mil doscientos (\$ 2.000); (ix) la relación cuota – ingreso debe ser igual o menor al 30%.

Cuadro 5⁶¹

Flujo Teórico de Cobranzas de Préstamos Personales

FECHA	Saldo Cartera Inicial			VALOR FIDEICOMITIDO
	CAPITAL	INTERESES	TOTAL	
30/06/2016	1.365.540,28	710.080,95	2.075.621,23	2.075.621
31/07/2016	1.211.151,82	629.798,94	1.840.950,76	1.795.210
31/08/2016	1.162.705,74	604.606,99	1.767.312,73	1.681.634
30/09/2016	1.116.197,51	580.422,71	1.696.620,22	1.577.348
31/10/2016	1.071.549,61	557.205,80	1.628.755,41	1.479.214
30/11/2016	1.028.687,63	534.917,57	1.563.605,20	1.388.942
31/12/2016	987.540,12	513.520,86	1.501.060,99	1.303.874
31/01/2017	948.038,52	492.980,03	1.441.018,55	1.224.614
28/02/2017	910.116,98	473.260,83	1.383.377,81	1.153.078
31/03/2017	873.712,30	454.330,40	1.328.042,69	1.083.935
30/04/2017	838.763,81	436.157,18	1.274.920,99	1.020.049
31/05/2017	805.213,25	418.710,89	1.223.924,15	959.683
30/06/2017	773.004,72	401.962,46	1.174.967,18	903.821
31/07/2017	742.084,54	385.883,96	1.127.968,49	850.989
31/08/2017	712.401,15	370.448,60	1.082.849,75	801.542
30/09/2017	683.905,11	355.630,66	1.039.535,76	755.687
31/10/2017	656.548,90	341.405,43	997.954,33	712.267
Totales	15.887.162,00	8.261.324,24	24.148.486,24	20.767.508

Para calcular el Valor Fideicomitido se ha aplicado una Tasa de Descuento del 52% nominal anual equivalente a una TNA del 35% (tasa que se aplica sobre los préstamos), sobre las cuotas futuras de los Préstamos desde la Fecha de Corte (30/06/2016) (Cuadro 1).

Cesión de los Préstamos

Los Préstamos que integran el Patrimonio Fideicomitido fueron cedidos durante la Etapa de Integración a través de una única cesión. Junto con la cesión de Préstamos, el Fiduciante entregó al Fiduciario, un disco compacto que contiene el detalle de los Préstamos y los datos personales de los Deudores (incluido pero no limitado a: nombre, DNI, domicilio, jurisdicción, y teléfono), junto con el informe del Agente de Control y Revisión. La documentación de los préstamos

⁶¹ Elaboración Propia



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

incluidos en el lote fue entregada por el Fiduciante al Agente de Control y Revisión en oportunidad de la cesión de Préstamos para su correspondiente revisión.

Los Pagarés que instrumentan los préstamos fueron endosados sin recurso a favor del Fiduciario con imputación al Fideicomiso, conforme fue verificado por el Agente de Control y Revisión.

Administrador de los préstamos: Dada la experiencia y conocimiento que posee el Fiduciante de los Préstamos cuyo pago se efectúa a través del régimen de Descuento de Haberes, éste asume la función, de administrar y gestionar la cobranza de los mismos, por sí y/o a través del Agente de Recupero respecto de los Préstamos en Mora.

Valor de Emisión de los Títulos

Valor nominal de \$ **20.000.000** (valor nominal de Pesos veinte millones).

Valores de Deuda Fiduciaria Clase A (VDFA)

Por un V/N de \$ **14.000.000** (valor nominal de Pesos catorce millones trescientos noventa y nueve mil doscientos ochenta y cinco) equivalentes al 70% del Valor de Emisión.

Los VDFA tendrán derecho al cobro de los siguientes Servicios: (i) en concepto de interés, la Tasa Badlar⁶² de Bancos Privados más 100 (cien) puntos básicos, con un mínimo del 25% nominal anual y un máximo del 28% nominal anual devengado durante el Período de Devengamiento; y (ii) amortización mensual de capital e intereses (Cuadro 2).

⁶² Tasa de interés promedio pagada por los Bancos Privados de Argentina para depósitos a Plazo Fijo en pesos superiores \$1.000.000.

Cuadro 6⁶³

Cuadro Teórico de Pagos de Servicios VDFA

n ^a cuota	capital	interes	cuota
1	777777,7778	291.666,67	1.069.444,44
2	777777,7778	275.462,96	1.053.240,74
3	777777,7778	259.259,26	1.037.037,04
4	777777,7778	243.055,56	1.020.833,33
5	777777,7778	226.851,85	1.004.629,63
6	777777,7778	210.648,15	988.425,93
7	777777,7778	194.444,44	972.222,22
8	777777,7778	178.240,74	956.018,52
9	777777,7778	162.037,04	939.814,81
10	777777,7778	145.833,33	923.611,11
11	777777,7778	129.629,63	907.407,41
12	777777,7778	113.425,93	891.203,70
13	777777,7778	97.222,22	875.000,00
14	777777,7778	81.018,52	858.796,30
15	777777,7778	64.814,81	842.592,59
16	777777,7778	48.611,11	826.388,89
17	777777,7778	32.407,41	810.185,19
18	777777,7778	16.203,70	793.981,48

Este Cuadro Teórico de Pago de Servicios se ha proyectado en función a una TNA mínima del 25%.

Valores de Deuda Fiduciaria Clase B (VDFB)

Por un V/N de \$ **7.000.000** (valor nominal de Pesos siete millones) equivalentes al 30% del Valor de Emisión.

Los VDFB tendrán derecho al cobro una vez que se cancelan los servicios correspondientes al VDFA: (i) en concepto de interés, la Tasa Badlar de Bancos Privados más 300 (cien) puntos

⁶³ Elaboración Propia.

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

básicos, con un mínimo del 27% nominal anual y un máximo del 30% nominal anual devengado durante el Período de Devengamiento; y (ii) amortización mensual de capital e intereses (cuadro 3).

Cuadro ⁶⁴

Cuadro Teórico de Pagos de Servicios VDFB

n ^a cuota	capital	interes	cuota
1	333333,3333	135.000,00	468.333,33
2	333333,3333	127.500,00	460.833,33
3	333333,3333	120.000,00	453.333,33
4	333333,3333	112.500,00	445.833,33
5	333333,3333	105.000,00	438.333,33
6	333333,3333	97.500,00	430.833,33
7	333333,3333	90.000,00	423.333,33
8	333333,3333	82.500,00	415.833,33
9	333333,3333	75.000,00	408.333,33
10	333333,3333	67.500,00	400.833,33
11	333333,3333	60.000,00	393.333,33
12	333333,3333	52.500,00	385.833,33
13	333333,3333	45.000,00	378.333,33
14	333333,3333	37.500,00	370.833,33
15	333333,3333	30.000,00	363.333,33
16	333333,3333	22.500,00	355.833,33
17	333333,3333	15.000,00	348.333,33
18	333333,3333	7.500,00	340.833,33

Este Cuadro Teórico de Pago de Servicios se ha proyectado en función a una TNA mínima del 27%.

Fecha de Corte

Es el 30 de Junio de 2016, a partir de las cero horas momento a partir del cual, las sumas de dinero correspondientes a las Cobranzas, pertenecerán al Fideicomiso.

⁶⁴ Elaboración Propia.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Monto mínimo de suscripción

El monto mínimo de suscripción de los Valores Fiduciarios es de \$ 1.000 (Pesos un mil) y múltiplos de 1.

Pago de los Servicios

Los Servicios serán pagados por el Fiduciario mensualmente en cada Fecha de Pago de Servicios, mediante la transferencia de los importes correspondientes a la Caja de Valores S.A. para su acreditación en las respectivas cuentas de los titulares de Valores Fiduciarios con derecho al cobro. Con una anticipación no menor a cinco (5) Días Hábiles Bursátiles anteriores a cada Fecha de Pago de Servicios, y de acuerdo a la disponibilidad de fondos en la Cuenta Fiduciaria, el Fiduciario publicará en los sistemas de información dispuestos por el Mercado donde se listen y/o negocien los Valores Fiduciarios y en la AIF de la CNV un aviso de pago de Servicios con el monto a pagar por tal concepto de los Valores Fiduciarios que en esa oportunidad tenga derecho al cobro, discriminando los conceptos.

Forma de colocación

Los Valores Fiduciarios serán colocados por oferta pública solo en la República Argentina conforme con los términos de la Ley N° 26.831 de Mercado de Capitales, las Normas de la CNV.

Destino de los fondos provenientes de la colocación

Del producido de la colocación de los Valores Fiduciarios, el colocador transferirá los fondos a la cuenta fiduciaria perteneciente al fideicomiso. Una vez deducidos todos los gastos de la operación, los recursos restantes serán girados al Fiduciario para que este disponga de los mismos con el objetivo de comenzar las obras pertinentes.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

Plazo de duración del Fideicomiso

La duración del Fideicomiso, se extenderá hasta la fecha de pago total de los Servicios de los Valores Fiduciarios conforme sus condiciones de emisión, y previa liquidación de los activos y pasivos remanentes si los hubiera. En ningún caso excederá el plazo establecido en el artículo 1668 del Código Civil y Comercial de la Nación (30 años).



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

IV.2-CONCLUSION FINAL

El Mercado de Capitales es un ámbito dentro del contexto económico argentino con un potencial muy grande. Si bien el volumen de operaciones que se llevan a cabo día a día es todavía reducido en comparación con otros países de la región, es importante tenerlo en cuenta como alternativa de financiamiento.

La salida del Default en el año 2016 le permitirá a la Argentina dejar de ser un “País Fronterizo” para pasar a ser nuevamente “País Emergente”. Esta mejora en la calificación internacional permitirá un mayor volumen de operaciones en los mercados financieros.

La mayor liquidez del mercado se traducirá en mayores y mejores posibilidades de financiamiento tanto para el sector privado como para el sector público.

La obra pública es un motor de desarrollo y crecimiento sumamente importante en cualquier país. Contribuye directamente a la calidad de vida de los habitantes, además de ayudar decididamente a la creación de mano de obra.

En este sentido, poder utilizar una herramienta financiera como lo es el fideicomiso para realizar obras de infraestructura pública. Es en definitiva volcar recursos del sector financiero hacia la economía real, algo tan cuestionado hoy en día como consecuencia del uso especulativo que se hace de los instrumentos financieros.

El Fideicomiso Financiero es un claro ejemplo de como un Municipio puede financiar obras sin recurrir siempre a los fondos públicos. El inversor privado también puede contribuir a dicho financiamiento de manera indirecta a través de esta herramienta.

Existe una necesidad concreta de que todos los instrumentos financieros sean utilizados de forma más masiva. Esto generaría mayor liquidez al mercado de capitales y mejores posibilidades de financiar numerosos proyectos que no encuentran el suficiente apoyo para ser llevados a cabo.



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

BIBLIOGRAFIA

- BACCHINI, ROBERTO. 2008. Modelos Financieros, Editorial OMICRON.
- BREALEY R.Y S. MYERS. 2008. Fundamentos de Financiación Empresarial. Madrid MC GRAW HILL.
- BUNZOW Federico.2015. Mercado de Capitales: Estrategia, Valuación y Negocios. Editorial La Ley
- ERPEN, MONICA. 2014. Mercado de Capitales-Manual para no especialistas-IAMC-UBA- Temas Grupo Editorial.
- PAPA, RODOLFO. 2017. Fideicomiso para Abogados y Contadores- Editorial ERREIUS.
- DRA. VERCHIK ANA.2013. Dinámica de los Mercados, Editorial MACCHI.
- VERCHIZ ANA DRA.2014.Mercado Abierto Electrónico, Editorial MACCHI.

Paginas Relacionadas

www.bancodevalores.com

www.bcba.sba.com.ar

www.cafidap.org.ar

www.casfog.com.ar

www.cnv.gov.ar

www.economia.gob.ar

www.iamc.sba.com.ar



Universidad de la Defensa Nacional

Centro Regional Universitario Córdoba – IUA - **Mercado de
Capitales: Alternativas de Inversión no Tradicionales**

www.igdigital.com

www.iprofesional.com Reglamento Nueva Ley del Mercado de Capitales