

**FIDEICOMISO FINANCIERO**  
**Conceptos – Ventajas – Caso Práctico – Interpretación del Prospecto de Emisión**  
**Enero de 2006**

**Lic. Patricio A. Bavera**

El Fideicomiso surge como repuesta a una necesidad de financiamiento frente a las alternativas tradicionales, representando una opción en la obtención de recursos para las empresas y una posibilidad para la colocación de fondos para los inversionistas. Su características y creciente desarrollo hace necesario que la sociedad empresaria e inversionistas conozcan las propiedades de este instrumento financiero.

Por otro lado, es indispensable que los inversores que deseen colocar sus fondos en el Mercado de Capitales a través de un Fideicomiso Financiero comprendan los conceptos que figuran en su Prospecto de Emisión. La evaluación del mismo por parte del inversor es un trabajo indispensable a la hora de decidir entre diferentes alternativas de inversión; de esta manera podrá definir si la misma se ajusta a su perfil, si está de acuerdo con esa relación riesgo-retorno, si se ajusta a sus tiempos, etc.

## **Introducción**

### **¿Que es un Fideicomiso? ¿Por qué surge?**

Es un contrato por el cual una persona física o jurídica transmite bienes determinados a otra persona, para que ésta los administre conforme a un encargo durante un plazo determinado.

En la definición, se ponen de relevancia los cuatro elementos básicos de un Fideicomiso:

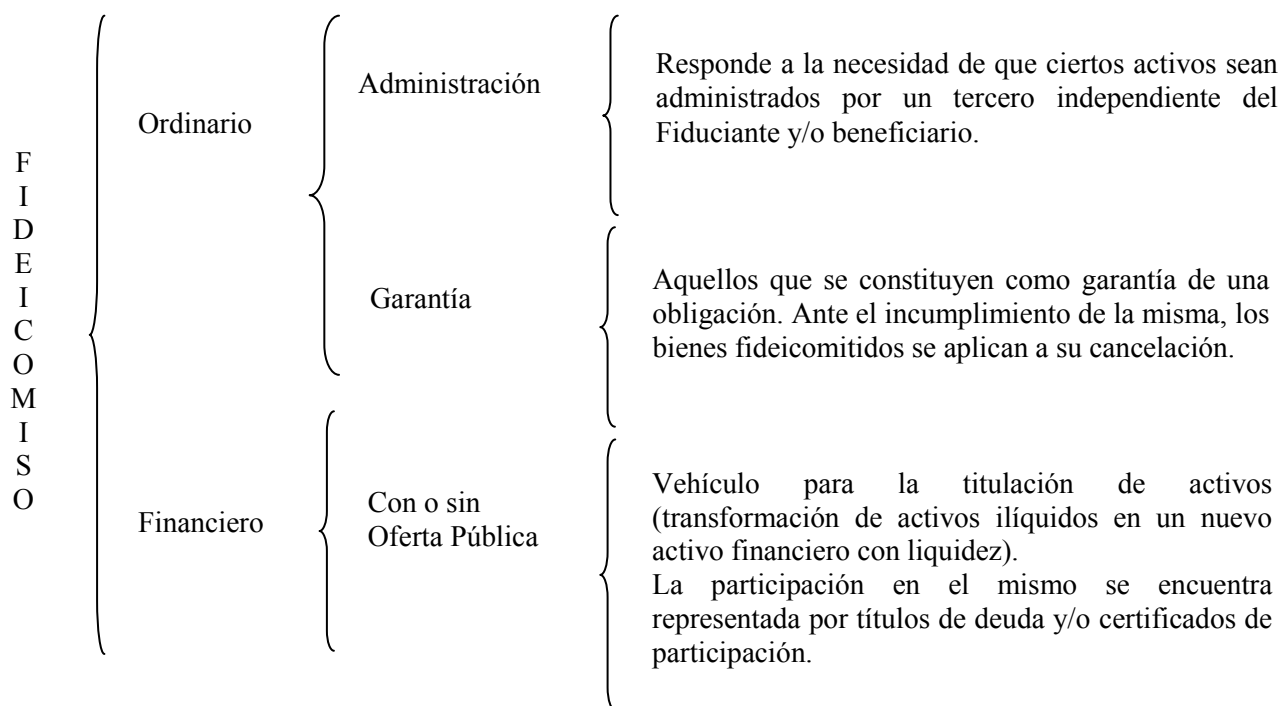
- a) Alguien que trasmite los bienes (Fiduciante).
- b) Alguien que los recibe (Fiduciario).
- c) Transferencia fiduciaria.
- d) El encargo.

Etimológicamente fideicomiso proviene de dos palabras latinas: *fideis*: confianza, fe y *comittio*: encargo o comisión, ubicándose dentro de lo que se considera "*negocio de confianza*". Cabe mencionar que los romanos lo empleaban hace más de dos mil años, al irse a una campaña militar de largo aliento dejaban sus bienes a un tercero confiable que se los administraba hasta su vuelta.

En Argentina, la figura del Fideicomiso obtuvo mayor relevancia a partir de la sanción de la Ley 24.441, Ley de Financiamiento para la Vivienda y de la Construcción, en el año 1995, bajo el impulso de la coyuntural necesidad de dotar a la industria de la construcción de instrumentos de financiamiento adecuados para su mayor desarrollo.

### **Tipos de Fideicomisos**

De acuerdo con el objetivo perseguido por el Fiduciante se tienen los siguientes tipos de Fideicomisos:

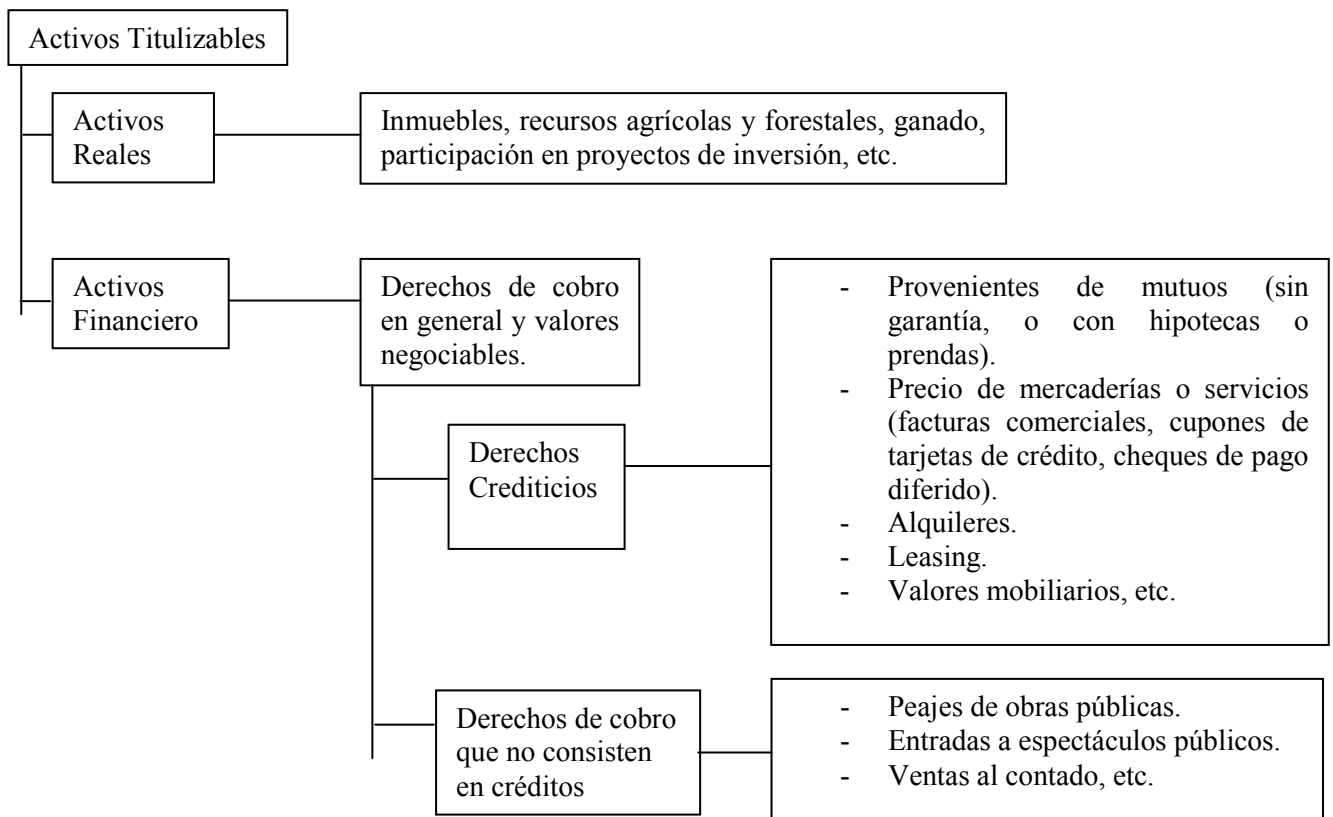


En esta publicación se trabajará sobre el Fideicomiso Financiero, tratando específicamente el Financiero con Oferta Pública.

El Fideicomiso Financiero representa una nueva vía de financiación frente a las dos alternativas tradicionales de las empresas de obtener fondos en el mercado de capitales: la emisión de acciones u obligaciones negociables y frente al crédito bancario. Esta nueva vía consiste en la titulación de activos (derechos de cobro, inmuebles, etc.) que al ser convertidos en Títulos Valores se colocan en el mercado en forma pública o privada, es decir pudiendo o no cotizar en Bolsa.

El Procedimiento implica agrupar determinados activos o derechos de cobro, presentes o futuros, según ciertas condiciones de homogeneidad, que se transfieren a un patrimonio separado, sobre el cual se adquieren fondos del mercado mediante la emisión de Títulos Valores que dan un derecho de participación o de crédito sobre esos activos.

Los activos que pueden ser objeto de titulación son:



## Caso Práctico

Los lanzamientos de los Fideicomisos Financieros con Oferta Pública generalmente son informados por los diarios nacionales, Internet y otros medios, además de ser publicado en los boletines de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Es por ello que para cumplir con el objetivo de definir y explicar los conceptos incluidos en dichas publicaciones se plantea un caso práctico similar a los divulgados.

Lo publicado por los diarios solo es un resumen de la información contenida en los Prospectos de Emisión. Así mismo se ha descrito un caso para que el lector tenga una idea de lo que puede llegar a encontrar en diferentes medios y para que de allí en más comprenda la necesidad de recurrir al Prospecto para tener una idea más acabada de la emisión. En lo que resta de esta publicación se trabajará con la información tipo que figura en los Prospectos.

El caso planteado se refiere a Casablanca S.A., una empresa dedicada a la comercialización de electrodomésticos. Fue fundada en 1982 en la capital de Mendoza, dedicándose desde sus orígenes a la venta de electrodomésticos. Tiene una importante presencia en su provincia, en San Juan, La Rioja y el norte del país.

A principios de los 90, la estabilidad económica generó grandes cambios a nivel nacional y marcó un punto de inflexión en la operatoria de la Compañía. El proceso de apertura económica, el retorno al crédito y la

globalización dieron lugar a un proceso de expansión que llevó a Casablanca S.A. a contar en la actualidad con 54 sucursales y un plantel aproximado de 1350 empleados.

A partir del año 2003 la empresa se planteo como objetivo introducirse en las provincias del centro del país, comenzando con San Luis, Córdoba y Santa Fe. Para ello emprendió un Programa de emisión de Fideicomisos Financieros, con el objetivo de captar fondos para el financiamiento.

Esta emisión, la número 12, pretende financiar la apertura de una sucursal en la ciudad cordobesa de Villa María, la tercer ciudad de la provincia en orden de importancia, y la importación de productos de línea blanca desde Brasil.

**Aviso de suscripción "Fideicomiso Financiero Casablanca XII"**  
**VN \$ 34.200.520**

Certificado de Participación Clase A  
Renta Fija V/N \$ 29.070.442

Certificado de Participación Clase B  
Renta Fija V/N \$ 3.420.052

Certificados de Participación Clase C  
V/N \$ 1.710.026

El Banco XXXX (el Fiduciario), como emisor y colocador, junto con XXXX Sociedad de Bolsa S.A. como Co-colocador (en conjunto, los colocadores), ofrecen en suscripción los valores fiduciarios antes indicados.

Las condiciones de emisión figuran en el suplemento de prospecto del Fideicomiso Financiero Casa Blanca, publicado en el boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires de fecha 25 de marzo del año X.

Los Certificados de Participación Clase A poseen una calificación "raAAA" y pagarán un interés del 12.5% nominal anual, mientras que los Certificados de Participación Clase B, poseen una calificación "raBBB+" y pagarán una tasas nominal anual del 14%. Las calificaciones han sido otorgadas por Standard & Poor's. Los Certificados de Participación Clase C no poseen Calificación de Riesgo.

Los Valores Fiduciarios serán colocados por el Sistema Holandés, a precio único, conforme al rango de Diferencial de Tasa o precio, según corresponda, ofrecido en las solicitudes de suscripción recibidas por los colocadores durante el Periodo de Colocación, que comenzará el día 22 de abril y finalizará el día 28 de abril del corriente año. El Periodo de Colocación podrá ser prorrogado por el fiduciario y/o Fiduciante. El monto mínimo de suscripción es de V\$N 1.000.

Al Finalizar el Periodo de Colocación se comunicará a los interesados la Tasa de Corte y/o el Precio de Corte (según corresponda) determinados y las cantidades asignadas, quedando perfeccionado el contrato de suscripción conforme con dichos parámetros, con aquellos inversores que hubieran ofrecido un Diferencial de tasas igual o menor al Margen Diferencial de Corte y/o un precio igual o mayor al Precio de Suscripción, según corresponda, el que deberá pagarse dentro de las 48 horas hábiles bursátiles siguientes.

Antes de comenzar con el estudio de los pasos a seguir a la hora del análisis del Prospecto de Emisión se dará repuesta a una serie de interrogantes comunes que se hacen tanto el demandante de fondos (fiduciante) como los oferentes (inversores).

**¿Por qué Casablanca S.A. elige financiar su Proyecto con un Fideicomiso Financiero y no con otra alternativa, tal como un crédito bancario? ¿Por qué un inversor elegiría invertir en un Fideicomiso en vez de en otra alternativa?**

Bajo el actual contexto del sistema financiero nacional, las pequeñas y medianas empresas difícilmente tienen acceso al crédito bancario y las tasas a las que se enfrentan son, en general, demasiadas elevadas, lo que hace no rentable muchos de sus proyectos de inversión.

Para responder a los dos interrogantes anteriores se enumeran las ventajas del fideicomiso Financiero para ambas partes.

<b>Para el demandante de fondos (Fiduciante)</b>	<b>Para el oferente de fondos (Inversor)</b>
<b>Obtiene recursos en el mercado a un costo menor</b> que si los hubiera adquirido directamente mediante préstamo bancario, o la emisión de obligaciones negociables o de acciones.	<b>Representa una nueva alternativa de inversión</b> , de rentan fija o variable dependiendo de las características de los Títulos emitidos.
<b>Se deja de lado el riesgo empresa</b> ya que los activos se separan del patrimonio de la empresa y por ende la calificación de los Títulos Valores puede ser superior a la que obtendría la empresa.	<b>Les otorga seguridad jurídica</b> , ya que los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado por lo que la quiebra del fiduciante no los arrastra.
<b>Implica una fuente de financiamiento fuera de balance</b> , ya que los activos fideicomitados son transferidos a un patrimonio separado. Al no registrarse un pasivo en el balance no hay aumento de la relación deuda-patrimonio. Mejora el Balance.	
<b>Aumenta el grado de liquidez</b> de los activos de la empresa, convierte activos inmovilizados en otros que poseen mayor liquidez.	<b>Puede llegar a tener amplia liquidez.</b> En el Prospecto de Emisión figura la posibilidad de que los Certificados puedan cotizar en Bolsa. Si el fideicomiso es sin oferta pública puede desarrollarse un mercado secundario.
<b>Permite negocios de inversión colectiva sin estructura societaria.</b> Posibilita canalizar inversiones de una pluralidad de sujetos para un fin económico determinado bajo una forma jurídica distinta del contrato de sociedad, con una estructura más flexible y sin los problemas que puede acarrear el ejercicio del voto en las sociedades.	<b>El patrimonio fiduciario no está sujeto a la legislación concursal</b> , existiendo mayor libertad para que inversores y acreedores establezcan por vía contractual sus derechos en caso de insuficiencia patrimonial del fideicomiso.
En el caso de entidades financieras: <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ <b>Amplía su capacidad prestable.</b> Representa una nueva forma de fondeo alternativa a los depósitos.</li> <li>✓ <b>Estimula el crédito a largo plazo</b>, ya que se reduce el riesgo de iliquidez al permitirles romper la clásica relación plazo promedio de depósito/plazo promedio de préstamos.</li> </ul>	
	<b>Puede implicar ventajas impositivas</b>

Pasos a seguir en el análisis del Prospecto de Emisión:

**1) Identificar las partes del Fideicomiso:**

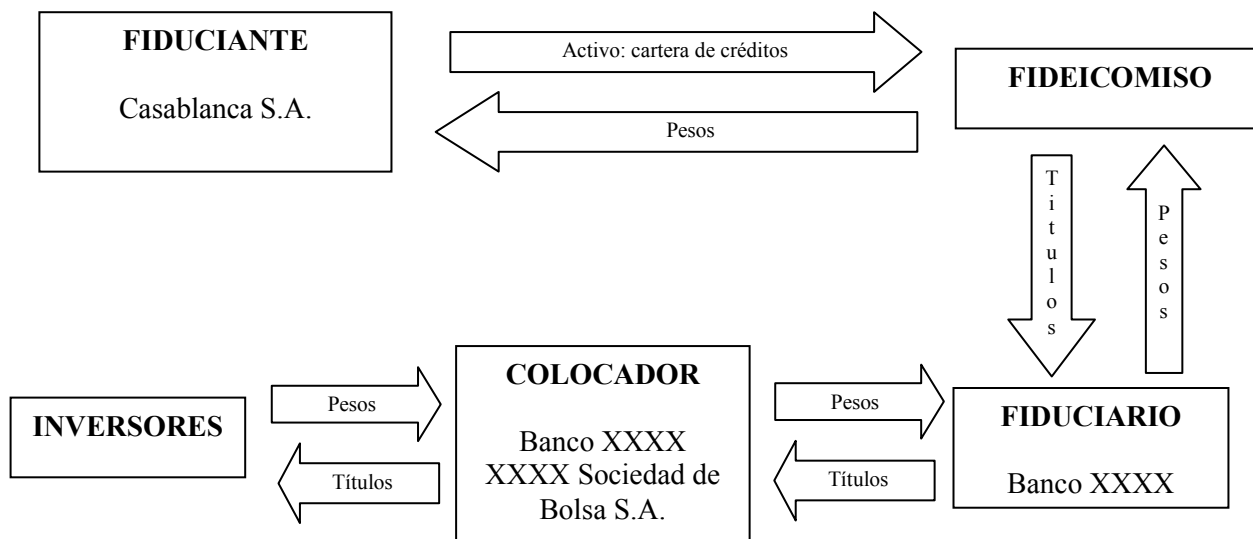
**Fiduciante:** es la persona física o jurídica que transmite la propiedad fiduciaria de bienes determinados al fiduciario. Es decir que es la parte que desea financiamiento y para ello utiliza bienes o un flujo de dinero como garantía. En este caso es "Casablanca S.A.", una cadena de reconocimiento y prestigio nacional que se dedica a la venta de electrodomésticos.

**Fiduciario:** Es la persona que recibe la propiedad fiduciaria de bienes determinados. El fiduciario se obliga a ejercer la propiedad fiduciaria de los bienes en beneficio de quien se designe en el contrato (**Beneficiario**). El fiduciario financiero es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores. En el caso planteado es el "Banco XXXX" , siendo el Beneficiario a su vez el Fiduciante.

En el Anexo 1 se detalla el Ranking de Fiduciarios financieros del periodo Enero-Mayo de 2006.

**Agentes colocadores:** son entidades que reciben el flujo de fondos de los activos subyacentes y realizan los pagos a los inversores. En el ejemplo se corresponde con el "Banco XXXX" y "XXXX Sociedad de Bolsa S.A."

En el grafico siguiente se esquematiza la relación entre las partes del Fideicomiso y la forma en la que circulan los títulos, el dinero y los bienes fideicomitados.



## 2) Análisis de los bienes fideicomitados:

El bien fideicomitado es aquel que el Fiduciante entrega al Fiduciario y representará el medio de pago y la garantía para los inversores. En este caso el Fideicomiso está integrado por los créditos otorgados por Casablanca S.A. a sus clientes desde el 21 de enero del año X que totalizan a la Fecha de Corte un saldo de capital más intereses devengados de \$ 34.200.520

Los Prospectos de emisión suelen contener una descripción de la Cartera de Clientes del fiduciante (Casablanca S.A.), lo cual nos da un buen panorama de cómo está constituido el flujo de fondos que el fideicomiso utilizará para pagar a los inversionistas.

Descripción de la Cartera de Clientes		
1	Operaciones Vigentes	62.645
2	Clientes	51.035
3	Saldo de Capital	\$ 33.516.510
4	Intereses devengados a la fecha de corte	\$ 684.010
5	Saldo de cartera a la fecha de corte	\$ 34.200.520
6	Saldo de capital por operaciones (3 / 1)	\$ 535
7	Cantidad de Cuotas por operación	9
8	Monto promedio de la cuota por operación	\$84,25

Del cuadro se deduce que Casablanca S.A. ha realizado 62.645 operaciones de venta desde el 21 de abril del año X a la fecha de corte, distribuidas entre 51.035 clientes. Estas ventas originaron un saldo de Capital de \$ 33.516.510, que mas los intereses de \$ 684.010 alcanzaron un saldo de cartera a la fecha de corte de \$ 34.200.520. El saldo de capital por operación de \$ 535, lo que significa que en promedio cada venta es de ese monto, realizándose en 9 cuotas siendo cada una de ellas de \$ 84,25 en promedio. Esto nos muestra que la cartera de clientes, es decir el flujo de fondos ha utilizarse para el pago a los inversionistas, es muy bueno, ya que la empresa tiene sus ventas distribuidas en un elevado número de clientes y cada uno de ellos ha realizado compras por montos pequeños, siendo cada cuota en promedio bastante reducida. El hecho de que su cartera este sumamente



atomizada reduce los riesgos de no capacidad de pago del fideicomiso, dicho de otra manera, que un cliente de Casablanca S.A. no pague su cuota no altera la capacidad del fideicomiso de afrontar sus obligaciones.

### **3) Análisis de la rentabilidad, estructura y cronogramas de pago**

Al momento de estudiar la rentabilidad se debe analizar los títulos emitidos por el fideicomiso, los cuales pueden ser bajo la forma de Títulos de Deuda o de Certificados de Participación, estos representan las obligaciones del fideicomiso para con los inversionistas.

Para el caso planteado se tienen tres Certificados de Participación descritos en el Prospecto de la siguiente manera:

\* Certificado de Participación A (CPA) por un Valor Nominal de \$ 29.070.442 equivalente al 85% del saldo de capital más intereses devengados de los créditos cedidos a la fecha de corte. Efectúa pagos mensuales de la siguiente forma: a) en concepto de amortización del capital la totalidad de los ingresos percibidos por las cuotas de los créditos, luego de deducir la utilidad de la propia clase A. y b) en concepto de utilidad, un rendimiento fijo del 12,5% nominal anual devengado desde la fecha de corte (para el primer servicio) o desde el último día del mes anterior (para los restantes), hasta el último día del mes de devengamiento. El rendimiento se calculará sobre el valor residual de los certificados de Participación considerando para su cálculo 360 días.

\* Certificado de Participación B (CPB) por un Valor Nominal de \$ 3.420.052 equivalente al 10% del saldo de capital más intereses devengados de los créditos a la fecha de corte, con pagos mensuales de los siguientes servicios: a) en concepto de amortización de capital, una vez cancelado íntegramente los servicios de la clase A, la totalidad de los ingresos percibidos por las cuotas de los créditos, neto del rendimiento de la propia clase; b) en concepto de utilidad un rendimiento fijo 14% nominal anual devengado desde la fecha de corte (para el primer servicio) o desde el último día del mes anterior (para los restantes), hasta el último día del mes de devengamiento.

\* Certificado de Participación C (CPC) emitidos por un valor nominal de \$ 1.710.026 lo que equivale al 5 % del saldo de capital más los intereses devengados de los créditos, con pagos mensuales de los siguientes servicios: a) en concepto de amortización un importe equivalente a la totalidad de los ingresos percibidos por las cuotas de los créditos ingresadas en el mes inmediato anterior al pago de los servicios, neto del rendimiento y de amortización de la Clase B; b) en concepto de utilidad el importe remanente. Todo pago que corresponda a estos certificados se subordina al cumplimiento de los servicios pagaderos y exigibles de los certificados de participación de la clase B. Los servicios de amortización comenzarán a pagarse una vez cancelados íntegramente los certificados de la clase A.

Sobre la base de la información anterior se puede analizar la estructura de este Fideicomiso.

	Clase A	Clase B	Clase C
VN Original	\$ 29.070.442	\$ 3.420.052	\$ 1.710.026
Participación	85 %	10 %	5 %
Tasa	12,05 %	14 %	
Duration (en meses)	4,35	12,96	

La participación hace referencia al porcentaje que representa el Certificado sobre el total de la emisión, luego se detallan las tasas y finalmente un concepto denominado "Duration", el cual se procede a explicar.

La "Duration" tiene dos interpretaciones, la primera de ellas nos dice que es el tiempo promedio ponderado de cobranza de los pagos que promete el fideicomiso, o dicho de otra manera el tiempo promedio ponderado de recupero de la inversión, donde la ponderación del tiempo esta dada por el valor actual de cada uno de los flujos de fondos que promete el fideicomiso. Para este caso la "Duration" del CPA es de 4,35 meses y del B es de 12,96, meses, es decir, que la inversión en el CPA se recupera en 4,35 meses y en el CPB en 12.96 meses. La segunda interpretación hace referencia a la sensibilidad precio de la cotización de un Certificado ante cambios en la tasa de interés, entonces la "Duration" nos permite predecir la variación porcentual aproximada que sufrirá el precio de un Certificado de Participación ante una variación porcentual unitaria en la tasa de rendimiento. Esto no es más que el concepto de elasticidad precio del Certificado. Esta interpretación tiene relevancia siempre y cuando el fideicomiso cotice en Bolsa<sup>1</sup>.

Sobre la base de la descripción de las características de cada Certificado de Participación se puede analizar el esquema de amortización, es sumamente útil que el inversor indague sobre el mismo ya que deberá determinar si dichos tiempos se ajustan a sus necesidades. En los siguientes cuadros se detallan las formas de amortización de los CPA y CPB.

ESQUEMA DE AMORTIZACIÓN CPA			
Periodo	Am. Por periodo	Am. Acumula	
1	31/05/X	14%	14%
2	30/06/X	11%	25%
3	31/07/X	9%	34%
4	31/08/X	9%	43%
5	30/09/X	10%	53%
6	31/10/X	9%	62%
7	30/11/X	6%	68%
8	31/12/X	8%	76%
9	31/01/X+1	8%	84%
10	28/02/X+1	5%	89%
11	31/03/X+1	4%	93%
12	30/04/X+1	4%	97%
13	31/05/X+1	3%	100%

ESQUEMA DE AMORTIZACIÓN CPB			
Periodo	Am. Por periodo	Am. Acumula	
1	31/05/X	0%	0%
2	30/06/X	0%	0%
3	31/07/X	0%	0%
4	31/08/X	0%	0%
5	30/09/X	0%	0%
6	31/10/X	0%	0%
7	30/11/X	0%	0%
8	31/12/X	0%	0%
9	31/01/X+1	0%	0%
10	28/02/X+1	0%	0%
11	31/03/X+1	0%	0%
12	30/04/X+1	0%	0%
13	31/05/X+1	7%	7%
14	30/06/X+1	30%	37%
15	31/07/X+1	27%	64%
16	30/08/X+1	22%	86%
17	31/09/X+1	14%	100%

<sup>1</sup> Juan C. Rosiello. Bonos al alcance de todos. 2002. Ed. Lacasa

Ambos Certificados de Participación poseen una fecha esperada de emisión del primer día bursátil de mayo del año X, con una frecuencia de pago de capital e intereses mensual, siendo los mismos pagaderos el último día bursátil de cada mes. Del cuadro se deduce que el CPB solo comenzará a amortizar luego de concluida la amortización del CPA, los intereses serán pagados de manera mensual y a partir del primer mes para ambos certificados. Esta estructura de pagos se la denomina "semi-turbo" y le brinda una mayor calidad crediticia a los certificados de participación clase A.

En el cuadro siguiente se esquematiza la amortización y los intereses pagados por el CPA en cada uno de los periodos por un inversor que ha decidido colocar \$10.000 en este certificado.

Periodo (en meses)	Fecha de Pago	Amortización	Rendimiento	Total	Saldo de Capital
					10.000
1	30/05/X	1.400	100	1.500	8.600
2	30/07/X	1.100	86	1.186	7.500
3	30/08/X	900	75	975	6.600
4	30/09/X	900	66	966	5.700
5	30/10/X	1.000	57	1.057	4.700
6	30/11/X	900	47	947	3.800
7	30/12/X	600	38	638	3.200
8	30/01/X+1	800	32	832	2.400
9	30/02/X+1	800	24	824	1.600
10	30/03/X+1	500	16	516	1.100
11	30/04/X+1	400	11	411	700
12	30/05/X+1	400	7	407	300
13	30/06/X+1	300	3	303	0
		10.000	564	10.564	

Cabe considerar que en solo los primeros cinco meses se amortiza el 53% del capital invertido, por lo que es una inversión bastante líquida. Con respecto al tema de la liquidez se debe tener en cuenta que en el Prospecto de Emisión figura la posibilidad de que los Certificados puedan cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y negociarse en el Mercado abierto Electrónico S.A., esto le daría la posibilidad al inversor de hacerse de liquidez, en caso de que lo desee, de una manera sumamente rápida. Debe tenerse en cuenta que no se puede garantizar de antemano el desarrollo de un mercado secundario para los Certificados de Participación.

#### 4) Consideración de fechas importantes

Fecha de Corte: 21 de marzo del año X

Periodo de suscripción: del 22 al 28 de abril inclusive del año X

Fecha de notificación: 29 de abril del año X

Fecha de integración: 30 de abril del año X

#### 5) Análisis de la Calificación de Riesgo

La calificación de riesgo es un insumo que brinda información de suma utilidad para el inversor, esta representa una nota que una calificador de riesgo coloca a los valores fiduciarios, indicando el grado de riesgo que trae

aparejado invertir en ellos. Entre algunas de las calificadoras de riesgo más conocidas a nivel mundial tenemos a Standard & Poor's, Moody's y Fitch.

En el caso planteado los valores fiduciarios han sido calificados por Standard & Poor's, quien le otorgó al Certificado de Participación Clase A una calificación "raAAA", esto representa la más alta calificación de la escala de calificaciones locales para la Argentina de dicha calificadora, significando que la capacidad del Fideicomiso para hacer frente a los compromisos financieros en relación con otros emisores es SUMAMENTE FUERTE. Al Certificado de Participación Clase B le otorgó una calificación "raBBB+", esta implica ADECUADOS parámetros de protección comparados con otras obligaciones argentinas. Sin embargo, condiciones económicas adversas o un cambio en las circunstancias podrían debilitar la capacidad del emisor de hacer frente a sus compromisos financieros, el signo "+" se utiliza para destacar fortalezas relativas dentro de las categorías de calificación. El Certificado de Participación Clase C no posee Calificación de Riesgo.

En resumen, las calificaciones otorgadas a los Certificados de Participación Clase A y B señalan la probabilidad de pago en tiempo y forma del capital y de los intereses a los inversores.

Las calificaciones otorgadas se basan, entre otras, en las siguientes características del Fideicomiso:

\* La estructura "semi-turbo" de pagos mencionada y explicada anteriormente.

\* La sólida cartera crediticia de Casablanca S.A.

\* La muy buena historia crediticia de Casablanca S.A., quien demostró una gran resistencia y flexibilidad en periodos de recesión económica, sumado al buen desempeño de las series emitidas bajo el mismo programa, ya que esta representa la serie número doce dentro del programa de emisión.

\* Los adecuados criterios de elegibilidad de la cartera subyacente del fideicomiso.

\* La buena administración de la cartera de los préstamos securitizados.

### **Interpretación del sistema de colocación de los Valores Fiduciarios**

Esto representa la forma en que el Fideicomiso licita sus Certificados de Participación en el mercado. Mayoritariamente se utiliza el Sistema Holandés que representa un Sistema de Licitación de Precio Único. Este sistema cuenta con dos tipos de inversores, los grandes inversores que constituyen el tramo competitivo y los pequeños inversores que forman el tramo no competitivo de la licitación. Los grandes inversores realizan sus ofertas indicando el monto o valor nominal de los Certificados que desean adquirir. El tomador de fondos (el fideicomiso) comienza tomando las ofertas del tramo no competitivo y continúa sumando las del tramo competitivo comenzando por las de menor tasa hacia las de tasas mayores hasta completar el monto requerido. La tasa correspondiente a la oferta que cerró la emisión es la tasa de corte y es la que recibirán todos los oferentes.

En el caso planteado el tramo no competitivo está formado por todas las ofertas inferiores a \$50.000 mientras que el tramo competitivo incluye las ofertas por más de \$50.000. Sobre la base de esta información se plantea un ejemplo que hace referencia a la licitación del CPA (\$ 29.070.442) por el cual se han realizado ofertas bajo el tramo no competitivo por \$ 3.070.442.

Oferente	Monto (\$)	Tasa (TNA) %
A	5.000.000	10.5
B	12.000.000	11.3
C	4.000.000	12
D	3.000.000	12.2
E	8.000.000	12.6
F	4.000.000	12.8

Tasa de Corte (2.000.000)

Se aceptan las ofertas A, B, C, D, y de E solo se toman 2.00.000, con lo que se completan 26.000.000, que sumado a los 3.070442 del tramo no competitivo se completan los 29.070442. La tasa única e igual que pagará el fideicomiso a todos los oferentes es del 12.6 %.

## Conclusión

A modo de conclusión y resumen se detallan los aspectos más importantes que un potencial inversor debe tener en cuenta a la hora de evaluar la posibilidad de invertir en un Fideicomiso financiero con Oferta Pública.

- a) **Monto de la emisión.** (\$ 34.200.520).
- b) **Numero de serie** (XII).
- c) **Proyecto a financiar** (Apertura de una sucursal en la ciudad de Villa María – Cba. y la importación de productos de línea blanca de Brasil).
- d) **Plazo de la operación** (trece meses para el CPA y diecisiete para el CPB).
- e) **Tasa Nomina Anual** (12,05% para el CPA y 14% para el CPB).
- f) **Calificación de los títulos de deuda** ("raAAA" para el CPA y "raBBB+" para el CPB, otorgadas por Standard & Poor's. Los Certificados de Participación Clase C no poseen Calificación de Riesgo).
- g) **Periodo de colocación** (del 22 al 28 de abril inclusive del año X).
- h) **Bienes fideicomitidos** (los créditos otorgados por Casablanca S.A. a sus clientes desde el 21 de enero del año X que totalizan a la Fecha de Corte).

## Bibliografía

- Kenny, Mario Oscar. *Titulación y Fideicomiso Financiero*. Ed. Errepar. 2002.
- Kiper, Claudio M.; Losoprawski, Silvio V. *"Tratado de Fideicomiso"*. Ed. Lexis Nexis. 2004.
- Martín, Julián Alberto. *Tratamiento Impositivo de Operaciones Financieras*. Ed. KPMG. 1999.
- Rosiello, Juan C. *Bonos al alcance de todos*. Ed. Lacasarosada.net S.R.L. 2002.

Anexo 1<sup>2</sup>

<b>Rank</b>	<b>Denominación</b>	<b>Nº de emisiones</b>	<b>Monto en VN\$</b>
1	Banco de Valores	31	928.523.040
2	Banco Patagonia	8	182.556.782
3	EQUITY Trust Company (Argentina)	6	224.603.939
4	Deutsche Bank	4	302.916.174
5	Rosario Fiduciaria	4	101.276.230
6	Banco Supervielle	4	43.615.253
7	Bapro Mandatos y Negocios	4	38.527.593
8	BACS Banco de Crédito y Securitización	1	24.532.049
9	Banco de Galicia y Buenos Aires	1	13.111.312
10	Comafi Fiduciario Financiero	1	9.554.596
		1	4.517.545
<b>Total General</b>		<b>65</b>	<b>1.873.734.513</b>

<sup>2</sup> Gainvest. Asset Management. Informe Mensual - Fideicomisos Financieros. Mayo de 2006.