

Finanzas Estructuradas: Modificaciones Normativas

Informe especial

Resumen

FIX (afiliada de Fitch Ratings) -en adelante "FIX o la calificadora"- opina que las novedades normativas recientemente introducidas resultan positivas para el sector de Finanzas Estructuradas (en adelante, "FE") aunque advierte que implicará desafíos dado que será necesario el replanteo de procedimientos para las partes intervinientes así como también un análisis costo-beneficio de las inversiones necesarias vinculadas. Esto abarca a los fiduciarios, agentes de custodia de los documentos, asesores legales, fiduciarios, agentes de cobro y a la justicia en general, entre otros, por lo que su implementación y resultados podrían no ser inmediatos.

Estas modificaciones otorgan beneficios en materia impositiva a los Fideicomisos Financieros (en adelante, "FF") a través de la exención del impuesto a las ganancias bajo determinadas circunstancias. Se introducen novedades en relación a la adecuación de nuevas tecnologías como la firma digital y los documentos digitalizados. Por último, se hacen reformas con el fin de generar una mayor transparencia en los regímenes de información de los documentos de los FF y medidas en términos de simplificación de trámites de aprobación, en línea con las medidas adoptadas previamente por la CNV en esta materia a través de la creación del régimen de ON Simple para PyMes (RGN 691/17), ON Simple CNV Garantizada (RGN 696/17) y Emisores Frecuentes (RGN 721/18), entre otras.

Factores Relevantes

Mayor transparencia: FIX considera que la obligación de publicar mensualmente los informes del Agente de Control y Revisión de los fideicomisos en el sitio web del fiduciario junto a la imposición de brindar información adicional sobre la situación económica/financiera del fiduciario, mejorarán el flujo y calidad de información disponible para el público inversor.

Beneficio impositivo: la exención del impuesto a las ganancias en los casos que los valores fiduciarios fueran colocados a través de oferta pública con autorización de CNV y las inversiones de los mismos sean realizadas dentro de la República Argentina, le otorgan a los FF una reducción en el costo financiero total de la emisión así como también los dotan de un flujo adicional para el repago de los títulos valores. Esta medida va en línea con las políticas adoptadas previas a la sanción del Decreto 1207/08 que eliminaba la exención del impuesto a las ganancias en los FF.

Mejoras operativas: la calificadora opina que la estandarización en el formato de los documentos de la emisión de los FF junto con la incorporación de mayores facilidades en los procesos operativos vinculados a la cesión de activos, impactarán favorablemente en la reducción de tiempos y costos, haciendo más atractivo al FF como herramienta de financiación.

Incorporación de nuevas tecnologías: FIX entiende que la digitalización de documentos propios de la operatoria de las FE redundará en menores costos y mejora en la eficiencia de los procesos. Esto permitiría la mayor penetración de compañías tecnofinancieras o *fintech* en el mercado de capitales. Se deberá analizar el comportamiento de los deudores y, con particular interés, el grado de cobrabilidad y celeridad en las acciones de cobro de deudas instrumentadas electrónicamente, para lo cual será también importante la jurisprudencia que eventualmente se establezca.

Fuente

Resolución General N°752/18
Ley de Financiamiento Productivo (Ley N° 27.440)
Ley de Simplificación y Desburocratización para el
Desarrollo Productivo de la Nación (Ley N° 27.444)

Analistas

Carlos García Girón
Director Asociado
(5411) 5235-8114
carlos.garcia@fixscr.com

Soledad Reija
Director Asociado
(5411) 5235-8124
soledad.reija@fixscr.com

Responsable del Sector

Mauro Chiarini
Director Senior
(5411) 5235-8140
mauro.chiarini@fixscr.com

Ley de Financiamiento Productivo

Exención impositiva: A partir de la sanción de la Ley de Financiamiento Productivo (Ley N°27.440) con fecha 9 de mayo de 2018, se introdujeron cambios impositivos relevantes en relación al régimen de emisión de FF. De acuerdo al artículo 205 de la Ley mencionada, se establece que los FF no tributarán el impuesto a las ganancias en la medida que los valores fiduciarios fueran colocados a través de oferta pública con autorización de CNV y las inversiones de los mismos sean realizadas dentro de la República Argentina.

Previo a la modificación, los FF tributaban un 30% de alícuota con diversos tratamientos en cuanto al pago de anticipos. A la fecha, existe un entendimiento generalizado que pese a la falta de reglamentación del artículo, el beneficio fiscal se encuentra plenamente vigente. Para ello, FIX se vale de opiniones legales brindadas por los asesores de cada transacción en cuanto a su tratamiento a la hora de considerar la exención al pago de impuesto a las ganancias dentro del análisis de las estructuras propuestas.

FIX opina que la eliminación del régimen del impuesto a las ganancias implica una mejora en términos financieros al reducir los costos totales de las securitizaciones, incentivando su uso como herramienta de financiación. Por otro lado, los FF contarán con un flujo adicional para el repago de los valores fiduciarios a emitir. La calificadora estará pendiente de la reglamentación de la ley para evaluar posibles impactos adicionales en las estructuras de acuerdo con los procedimientos aplicables para su cumplimiento.

Endosos globales y notificación: Por otra parte, la Ley N°27.440 incorpora la posibilidad de realizar “endosos globales” en los FF que cuenten con autorización de oferta pública de sus títulos valores. Este mecanismo alternativo es válido cuando el activo subyacente esté conformado por créditos instrumentados en títulos ejecutivos y debe ser otorgado por instrumento público además de contener la identificación de los títulos endosados. FIX entiende que esta alternativa puede tener un impacto positivo en FE ya que podría reducir costos y tiempos. De todas maneras, la calificadora no ha analizado a la fecha ninguna transacción que opte por este mecanismo y en caso que lo recibiera se basará en opiniones legales que aseguren la validez de la cesión.

Asimismo, se introduce un cambio a la Ley de FF (N° 24.441) vinculado a la notificación de la cesión de los créditos. Previo a ello no era necesario el aviso al deudor cedido siempre que existiera previsión contractual en el documento. Con la nueva normativa se admite como medio de aviso fehaciente al deudor cedido la publicación en el sitio Web de la CNV, sin necesidad que ello conste en el documento cedido. FIX observa que ello permitiría un acceso más rápido al mercado de capitales de nuevos participantes al poder prescindir de originar documentos que contengan las cláusulas antes exigidas favoreciendo los tiempos de la emisión.

La Ley N°27.440 incorpora la posibilidad de crear FF que excedan el plazo máximo de 30 años siempre que sus títulos valores cuenten con oferta pública y tengan por objeto la titulación de créditos hipotecarios y/o instrumentos asimilables. Si bien esta posibilidad es positiva para las FE, la calificadora advierte la dificultad de que se efectivice la emisión de estructuras por plazos mayores a 30 años en el corto plazo dadas las características del mercado local. Por último, la Ley aclaró que la obligación de inscripción en el registro, exigida a todo tipo de fideicomiso partir de la sanción del Código Civil y Comercial, se entiende cumplimentada con la autorización de oferta pública en el caso de contratos de FF de acuerdo al procedimiento que disponga la CNV. De esta manera se zanjó el debate que existía respecto a una inscripción de los FF que el mercado entendía innecesaria y que agregaba costos y tiempos al producto.

Ley de Simplificación y Desburocratización para el Desarrollo Productivo de la Nación

Sobre la base del Decreto de Necesidad y Urgencia N° 24/2018 (en adelante, el DNU), el Congreso de la Nación sancionó la Ley N° 27.444, publicada en el Boletín Oficial el pasado 18 de junio. Bajo el título de *‘Ley de Simplificación y Desburocratización para el Desarrollo Productivo de la Nación’* (en adelante “la Ley”), esta normativa se encuadra en la intención del Poder Ejecutivo de desregular y agilizar trámites. Su capítulo XIV caratulado “Acceso al Crédito – Inclusión Financiera”, incorpora modificaciones a varias leyes con el objetivo de mejorar el funcionamiento del sistema financiero.

Entre sus disposiciones se alteran los marcos legales relativos al cheque, la letra de cambio, el pagaré y las tarjetas de crédito y/o compra, admitiendo que si el instrumento fuese generado por medios electrónicos, el requisito de la firma quedará satisfecho si se utiliza cualquier método que asegure indubitablemente la autoría e integridad del documento. Es decir que tanto titulares y libradores como avalistas y endosantes pueden manifestar su voluntad por métodos que no necesariamente impliquen una firma manuscrita. FIX considera que estos cambios satisfacen el reclamo generalizado de varios jugadores del mercado de capitales por la adaptación legislativa a nuevas tecnologías, lo que les permitiría agilizar gestiones y reducir costos en la emisión de FF.

El mercado de FE en Argentina se caracteriza por una fuerte participación de la securitización de Préstamos Personales y de Consumo (en adelante PPyC) que se instrumentan en pagarés que los fiduciantes transfieren al fiduciario mediante su endoso. La posibilidad que otorga la Ley de digitalizar procedimientos que hoy resultan costosos y engorrosos como son el traslado físico de documentos, su resguardo y el endoso mediante firma manuscrita de cada uno de los pagarés, presentaría a los FF como una alternativa más atractiva de financiamiento.

Si bien el texto original del DNU sólo habilitaba esta alternativa cuando el acreedor era una entidad comprendida en la Ley de Entidades Financieras N° 21.526, el nuevo texto incorporó esta posibilidad en los casos que el pagaré sea negociado en mercados bajo competencia de la CNV. FIX entiende que de esta manera la Ley incorpora a muchos fiduciantes con recurrente actividad en el mercado de capitales así como también al creciente universo de empresas tecnofinancieras o *Fintech*, que quedaban al margen en el texto original del DNU.

Por otra parte, la Ley confiere al Banco Central de la República Argentina (“BCRA”) como autoridad de aplicación de la Ley de Cheques, la facultad de determinar las especificaciones que los mismos deberán contener en su versión digitalizada. Asimismo, la entidad reglamentará la emisión de una certificación que permitirá el ejercicio de las acciones civiles en el caso de cheques generados y/o transmitidos por medios electrónicos. A priori, el impacto de esta novedad para las FE no es tan significativo, dado que el mercado de capitales argentino presenta una baja participación de estructuras con carteras de cheques de pago diferido (en adelante CPD).

La restricción a emitir CPD con una fecha de pago que exceda los 360 días dificulta el diseño de estructuras redituables. FIX entiende que la posibilidad que abre la digitalización de los mismos podría fomentar la estructuración de eficientes carteras *revolving*, es decir aquellas en las cuales las cobranzas se destinan a la compra de nuevos créditos a los efectos de mantener el monto vigente por un determinado tiempo, previo al comienzo de la amortización de los títulos emitidos. Esto permitiría alargar los plazos de las estructuras y presentar instrumentos atractivos para los inversionistas. Lo anterior también aplica para los préstamos instrumentados en pagarés electrónicos dada la reducción en tiempos y costos que traería la digitalización en la incorporación de los nuevos créditos.

Si bien FIX observa beneficios en lo operativo, restaría corroborar que la implementación de los mismos permita cumplir con los requisitos legales que aseguren que los activos fueran definitiva y perfectamente cedidos al fideicomiso (es decir que exista "True Sale"). Para ello FIX se basará como siempre en opiniones legales que se refieran a la efectiva constitución del fideicomiso como un patrimonio separado del Fiduciario y del Fiduciante, manteniendo a resguardo a la estructura de la acción singular o colectiva de sus acreedores y que los documentos se constituyan como obligaciones válidas y ejecutables conforme a la ley.

Resolución General N°752/18 de la CNV

El pasado 16 de julio la CNV emitió la Resolución General N°752/18 (en adelante R.G.) introduciendo modificaciones a las Normas (N.T. 2013 y mod.) en pos de mejorar la información brindada a los inversores, de acuerdo con las recomendaciones de la Organización Internacional de Comisiones de Valores ("IOSCO" por sus siglas en inglés). Dentro de los cambios impuestos se determina la estandarización del formato de los Prospectos y Suplementos de Prospectos (en adelante Prospectos) así como también se introducen obligaciones adicionales a los fiduciarios.

Informes del ACyR: La R.G. impone la obligación de publicar en el sitio web del fiduciario los informes elaborados por el Agente de Control y Revisión ("AcyR"), con la correspondiente firma legalizada por el Consejo Profesional, y con una periodicidad no mayor a un mes. Éstos incluyen información relevante sobre el control y análisis de los flujos de fondos teóricos respecto del real, los niveles de mora y cobranza, el control de pago de los valores fiduciarios y el cumplimiento de los plazos de rendición de las cobranzas, entre otros. De surgir cualquier desviación significativa, el fiduciario deberá informarla como un hecho relevante indicando las razones de la misma.

FIX considera que estas medidas permitirán disminuir la asimetría de información existente en el mercado financiero para así brindarle al inversor mayores herramientas a la hora de evaluar sus posibilidades de inversión y realizar su seguimiento. Se destaca que la R.G. no especifica si la medida de publicación de los informes emitidos por los Agentes de Control y Revisión debe ser retroactiva para todas las series vigentes de FF. Por otro lado, la calificadora opina que sería más eficiente si se impusiera una estandarización en el formato de la información brindada.

Situación del fiduciante: la R.G. impone que el fiduciario deberá manifestar pleno conocimiento de la situación económica-financiera del fiduciante y en el caso puntual que los estados contables del fiduciante arrojasen un resultado del ejercicio negativo, se deberá incluir el cálculo de indicadores de liquidez ácida y endeudamiento dentro de los documentos de la emisión y los motivos que originaron dicha circunstancia. Si bien FIX entiende que esta obligación es positiva para el público inversor, la calificadora siempre contempla en su análisis los riesgos vinculados a la calidad crediticia del fiduciante, pudiendo establecer límites a las calificaciones de los títulos de la estructura.

Por otro lado, la R.G. estipula la información que debe incluirse en los Prospectos, su orden y un detalle de su contenido. Se impone la inclusión de una leyenda, dentro del apartado "Advertencias", que dispone la evaluación por parte de los inversores de todos los riesgos inherentes a cada estructura en particular.

Bienes de generación futura: se establece la exigencia de notificar los riesgos relacionados con la efectiva generación del activo subyacente y su posterior transferencia al FF. Si bien a la fecha es práctica habitual que se incluyan textos referidos al tema, no estaba contemplada su obligatoriedad.

Cabe destacar que, dentro del mercado financiero argentino las securitizaciones de flujos futuros no registran una fuerte participación. FIX considera de suma importancia el informar acerca de los riesgos inherentes a estructuras de estas características dado el fuerte vínculo entre la capacidad del fiduciante de continuar generando los activos cedidos a pesar de encontrarse en una situación de estrés financiero y que los pagos de los mismos sean oponibles a terceros acreedores del originador.

Estructuras revolving: este tipo de securitizaciones suele ser utilizado por fiduciantes de tarjetas de crédito con el objetivo de extender la *duration* de los valores fiduciarios, permitiendo la incorporación de nuevos créditos a la estructura por un importe equivalente a las cobranzas de los créditos cedidos. Bajo las nuevas exigencias, el fiduciario deberá presentar ante la CNV un detalle de los créditos incorporados durante el período de *revolving* con una periodicidad trimestral y dejar sentado en el Prospecto que esta información estará a libre disposición de los inversores.

ESG: la inclusión de los aspectos ambientales relacionados con la estructura fiduciaria en el apartado de “Consideraciones de riesgo para la inversión”, refleja la creciente preocupación de la sociedad contemporánea por el cuidado del planeta. FIX opina que los valores de Evaluación Ambiental, Impacto Social y Gobierno Corporativo (“ESG”) son determinantes del valor de largo plazo de las inversiones por lo que resulta esencial su análisis, cuantificación y comparación. FIX ha publicado y registrado un manual específico de calificación de ESG dada la creciente importancia que el tema tiene en los considerandos del riesgo, especialmente si se tiene en cuenta la experiencia internacional. Para un mayor detalle ver metodología “ESG: Evaluación Ambiental, Social y de Gobierno Corporativo” disponible en <http://www.fixscr.com/>.

Códigos de descuento: cuando las cobranzas de los bienes fideicomitidos se realiza a través de códigos de descuento, la R.G. impone la declaración del fiduciario respecto a la plena vigencia de los mismos y la no existencia de hechos relevantes que pudieran implicar su pérdida o revocación. Así la resolución incorpora como obligatoriedad algo que los Prospectos, de corresponder, normalmente incluían.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.