



TESIS DE GRADO
EN INGENIERÍA INDUSTRIAL

FORMAS DE FINANCIAMIENTO PARA EMPRESAS:
ESTUDIO DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS
Y COMPARACIÓN CON LOS SISTEMAS
TRADICIONALES DE PRÉSTAMOS

AUTOR
Felix Beccar Varela

DIRECTOR DE TESIS
Pablo Coccolo

2006

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo final consiste en una tesis de grado que explica las distintas formas de obtener financiación de terceros para una empresa argentina, haciendo especial hincapié en los fideicomisos financieros. Debido al auge que han tenido éstos últimamente, el trabajo intenta explicar su comportamiento desde sus inicios a través de herramientas matemáticas y factores cualitativos.

El trabajo comienza por una breve descripción de los tres sistemas más utilizados para obtener financiación de terceros en una empresa: los créditos corporativos, las obligaciones negociables y los fideicomisos financieros. Posteriormente se estudia con mayor profundidad este último para luego realizar un análisis cuantitativo en base a valores históricos de tasas de rendimiento. Para ello, se consideran algunas variables macroeconómicas que, según los especialistas, pueden llegar a tener correlación con estas tasas y se descartan aquellas que no han podido ser explicativas, intentado analizar los resultados tanto de manera cuantitativa como cualitativa.

A continuación se utilizan proyecciones de las variables que sí fueron explicativas de lo ocurrido en el pasado, para poder estimar valores futuros de las tasas de rendimiento. Para estas variables se utilizan distintos escenarios de manera tal de poder prever distintas posibilidades y ampliar el alcance del trabajo.

En la siguiente sección, se analizan los valores hallados con mayor profundidad y las tendencias que pueden llegar a traer variaciones en las tasas de rendimiento tanto a la suba como a la baja.

Finalmente, las conclusiones explican qué sistema de endeudamiento le conviene a cada empresa según su tamaño y actividad principal.

ABSTRACT

The following thesis explains the different ways of getting third-party funds for an Argentinean company, making special focus in trust funds. Due to the recent growth of this type of instrument, this work tries to explain their behaviour from the beginning through mathematical tools and qualitative factors.

This work starts by a brief description of the three most commonly used ways of getting third-party funds: corporate loans, bonds and trust funds. Afterwards a deeper analysis is made on these funds so as to make a quantitative study on their yields. To make this possible, different macroeconomic variables are taken into account, to prove their correlation with these yields. The ones that do not show a significant correlation are analysed and discarded.

Next, upon projections from those macroeconomic variables that were correlated, estimations are being made so as to know the long-term behaviour of this instrument. Different scenarios were used so as to enlarge the scope of this work.

In the next section, there is a deeper analysis on the results previously obtained and the tendencies for the future that can make these yields go up or down.

Finally, in the conclusions there is an explanation on which system should use each type of company according to their size and main activity.

INDICE

I. INTRODUCCIÓN	11
1. INTRODUCCIÓN	13
II. FORMAS DE ENDEUDAMIENTO EN ARGENTINA	15
1. INTRODUCCIÓN	17
1.1 El “apalancamiento financiero”	17
2. CRÉDITOS CORPORATIVOS	18
2.1 ¿Qué son?	18
2.2 Análisis de las tasas de interés	18
3. LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES	20
3.1 Principales características.....	20
3.2 Valores de tasas	21
4. EL FIDEICOMISO FINANCIERO	22
4.1 Primera aproximación al concepto de fideicomiso.....	22
4.2 El “Patrimonio de Afectación”	23
4.3 El fideicomiso financiero.....	23
4.4 El fideicomiso financiero como instrumento de financiación.....	24
5. CONCLUSIONES	25
III. EL FIDEICOMISO FINANCIERO	26
1. SITUACIÓN ACTUAL	27
2. ¿UN COSTO ALTO?	29
2.1 El negocio de los fiduciarios	30
3. PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO	31
4. RIESGOS ASOCIADOS	32
4.1 Las calificadoras de riesgo.....	32
5. CONCLUSIONES	33
IV. ANÁLISIS DE REGRESIÓN.....	35

1. INTRODUCCIÓN AL ANÁLISIS DE REGRESIÓN.....	37
2. MODELO DE REGRESIÓN.....	37
2.1 Origen de los datos	37
2.2 Metodología y criterios de validación.....	38
2.3 Variables a considerar.....	39
2.4 Resultados del modelo.....	42
3. PROYECCIONES	44
3.1 Perspectivas de inflación.....	45
4. RESULTADOS	46
5. COMPARACIÓN CON OTRAS FORMAS DE ENDEUDAMIENTO	48
5.1 Créditos corporativos	49
5.2 Obligaciones negociables.....	51
V. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS	55
1. FIDEICOMISOS.....	57
1.1 Tendencias alcistas.....	57
1.2 Tendencias bajistas.....	58
2. CRÉDITOS.....	59
2.1 Tendencias alcistas.....	59
2.2 Tendencias bajistas.....	60
3. OBLIGACIONES.....	60
3.1 El default	60
3.2 Riesgo asociado.....	62
3.3 Perspectivas.....	62
4. RESUMEN DE RESULTADOS.....	63
VI. CONCLUSIONES	65
Situación actual	67
Perspectivas a futuro.....	68
Relación empresa - sistema de financiamiento.....	68
VII. ANEXOS	73

VIII. BIBLIOGRAFÍA 87

I. INTRODUCCIÓN

1. INTRODUCCIÓN

A partir de la formalización de la figura del fideicomiso, lograda a través de la ley 24.441 de 1995, se empezó a utilizar en nuestro país uno de los arquetipos contenidos en aquella ley: el fideicomiso financiero. No es hasta después de la gran crisis de la economía argentina de 2001 (e incluso, hasta un tiempo posterior) que las empresas comienzan a emplear este método de financiamiento con mayor regularidad. Históricamente, la forma más tradicional para obtener fondos de terceros era pedir un préstamo corporativo o emitir obligaciones negociables. Sin embargo, en los últimos meses, la cantidad de fideicomisos financieros crece de manera vigorosa.

En la mayoría de los países del primer mundo, las empresas están acostumbradas a tener ofertas de financiamiento relativamente constantes. En Europa y en los Estados Unidos, por ejemplo, la deuda de las mismas depende, más que nada, de las tasas de interés que proponen las entidades bancarias que gobiernan estos territorios (la Fed y el Banco Central Europeo, respectivamente) que no suelen variar en más de un 0.5% anual.

En nuestro país, sin embargo, las tasas de interés a las que suelen pedir préstamos las empresas, tienen un comportamiento mucho más volátil. Ya sea por alguna crisis local, como la de 2001, o las consecuencias del mercado de algún otro país (como el *efecto tequila* de 1995 y el *efecto arroz* de 1997), la variación de estas tasas es sustancial.

En el presente trabajo, se pretende contrastar distintos métodos de financiamiento: el fideicomiso financiero, los préstamos bancarios y las obligaciones negociables (ON). De alguna manera se intenta explicar, tanto cuantitativa como cualitativamente, el auge que han tenido últimamente los primeros. Para ello, se comenzará brevemente por explicar las distintas alternativas de financiación con que cuentan las empresas argentinas. Luego, un estudio con mayor profundidad sobre los fideicomisos financieros. A partir de allí, en base a información histórica, se efectuará un análisis de regresión de las tasas de interés de los préstamos corporativos y las ON comparadas a las tasas de corte de los fideicomisos. Esto intentará explicar de manera cuantitativa el crecimiento de estos últimos. Luego, se confeccionará un análisis de los resultados para incluir variables cualitativas en la comparación.

A través de las conclusiones, se intentará establecer relaciones entre el tipo de empresa y el método en el que incurren para obtener financiamiento de terceros.

II. FORMAS DE ENDEUDAMIENTO EN ARGENTINA

1. INTRODUCCIÓN

La Argentina, como muchos de los mercados emergentes, ha tenido a lo largo de su historia varias crisis. Con estas idas y vueltas del contexto económico del país, las empresas tienen que ir aprendiendo a operar en función del entorno. Deben poseer una alta flexibilidad para tener la habilidad de cambiar sobre la marcha.

Dependiendo el momento, lo más importante para un empresario argentino puede ser: la inflación, el dólar o el riesgo país, por citar algunos ejemplos. Así como cambia el negocio de la empresa, su forma de financiarse también se va a ver alterada. Por lo menos, debe ser revisada. Con cada cambio de contexto, los empresarios deben preguntarse: ¿Me conviene seguir haciendo aportes de capital? ¿Puedo seguir cobrando a 90 días? ¿Pido un préstamo? etc., etc.

No es el objeto del presente trabajo hacer una reseña de todas las formas de endeudamiento posibles; ni tampoco analizar las ‘modas’ de cada época del país. Sin embargo, lo que sí es importante para el análisis que se realiza posteriormente, son las tres formas más comunes de obtener fondos de terceros que utilizan las empresas hoy en día: los créditos corporativos, las obligaciones negociables y los fideicomisos financieros.

1.1 El “apalancamiento financiero”

Una de las principales ventajas por las que las empresas se endeudan, es debido al denominado efecto “apalancamiento”. Esto es, aumentar la rentabilidad del capital de una empresa como consecuencia de endeudarse a un costo menor a la rentabilidad de los activos de la misma.

Vale la pena hacer la aclaración de este efecto, común a todos los tipos de endeudamiento, antes de comenzar con el análisis en detalle de cada uno de ellos, ya que se enunciará en más de una oportunidad y es necesario que el lector esté familiarizado en este sentido.

2. CRÉDITOS CORPORATIVOS

2.1 ¿Qué son?

Los créditos corporativos son la forma de acceder a fondos de terceros más difundida y más simple que tienen las empresas. En definitiva, consiste en que una empresa solicita a un banco o entidad crediticia una determinada cantidad de dinero y la repone luego, con intereses. Frente a la necesidad presente de fondos, el empresario contrae una obligación a futuro. Los intereses representan, de alguna manera, el valor tiempo del dinero; es el costo de la financiación. Generalmente, el empresario incurre en este costo porque espera obtener mayores ingresos obteniendo el crédito. Hay distintas formas de pagar los intereses y el capital (sistema francés, alemán, americano, etc) pero, a fin de cuentas, ésta es la esencia del crédito corporativo.

Cuando la compañía recibe el préstamo, su pasivo y su activo se ven incrementados de igual manera. Esto puede parecer una obviedad, pero es importante señalarlo para la comparación que se realiza con los otros sistemas de endeudamiento.

Aquello que hace que el empresario con necesidad de fondos decida tomar un préstamo por sobre otros sistemas de endeudamiento, es el valor de las tasas de interés. Las mismas están determinadas, entre otras variables (perspectivas de inflación, contexto mundial) por el riesgo particular de la empresa.

2.2 Análisis de las tasas de interés

Para analizar las tasas, es necesario conocer muchas variables. Para simplificar, se puede decir que, por un lado, varían en función del contexto macroeconómico del país (no es lo mismo pedir un crédito en un país que acaba de devaluar que cuando tiene un crecimiento sostenido hace 30 años). Por el otro, varían de empresa a empresa. Tampoco va a ser lo mismo que pida un crédito una multinacional que una pequeña empresa local.

Debido a la variación que existe de empresa a empresa, no se puede conocer con exactitud las tasas de interés promedio de los préstamos corporativos. Esto ocurre porque las empresas y los bancos pactan entre ellos una determinada tasa y no tienen por qué publicarla (como se verá en su momento, en otros sistemas de préstamos, sí deben hacerse públicas). De alguna manera es un dato revelador la tasa a la que se está endeudando una empresa ya que la entidad crediticia hizo un análisis exhaustivo de la misma y si el valor es alto significa que esa compañía es riesgosa. Por ejemplo, si dos empresas

similares (A y B) piden préstamos parecidos y la empresa A paga 12% de interés y la B 16%, significa que la empresa A es más *solvente*. La solvencia es la capacidad de pago de la empresa para cumplir sus obligaciones de vencimiento a largo plazo y los recursos con que cuenta para hacer frente a tales obligaciones, o sea una relación entre lo que una empresa tiene y lo que debe.

Sin embargo, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) publica mensualmente, el valor de tasas de interés por préstamos a empresas de primera línea. Estos datos los toman de las entidades financieras.

Estas publicaciones se pueden tomar como base para este estudio pero es importante recalcar que son las tasas más bajas del mercado ya que son otorgados a las mejores empresas del país. Las demás compañías van a tener tasas más altas que éstas.

Para poder ver la evolución de los valores de las tasas de préstamos en pesos a 30 días, desde 1999 hasta abril de 2006, se realiza el gráfico 2.1.

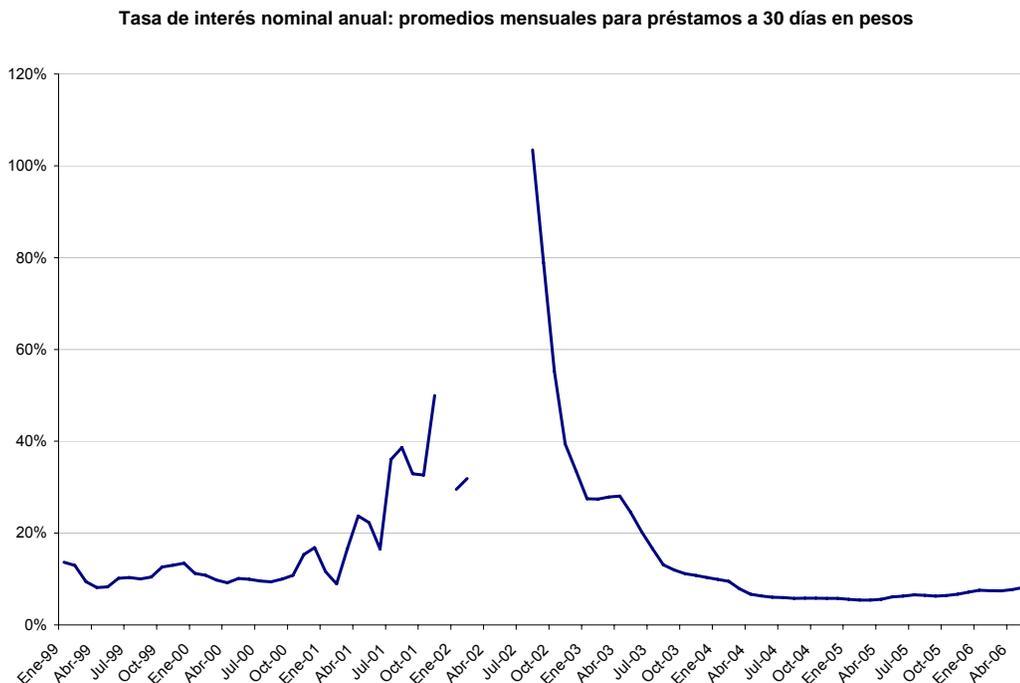


Gráfico 2.1. Tasas de interés nominal anual para préstamos a 30 días en pesos (Fuente: elaboración propia con datos del BCRA)

Se puede ver con claridad las consecuencias de la crisis de 2001. Ya a comienzos de ese año, el valor de las tasas empezó a incrementarse (en enero era de 11% y en noviembre del 50%), lo que da una idea de la inestabilidad del

momento. Cuando no existen datos, principalmente a principio de 2002, el BCRA aclara: “No es posible presentar información actualizada debido a que las entidades informantes no han predefinido una política de tasas de interés para este tipo de préstamos”. A fines de ese año las tasas comenzaron a descender luego del descomunal 118% del 12 de agosto (no visible en el gráfico 2.1 ya que se muestran solamente promedios mensuales). Luego de 2003, que hizo las veces de amortiguador, las tasas tomaron valores normales, menores al 10%. Hoy en día rondan el 8%.

De acuerdo a un informe del BCRA, los préstamos al sector privado siguen incrementándose, como se puede ver en el gráfico 2.2.

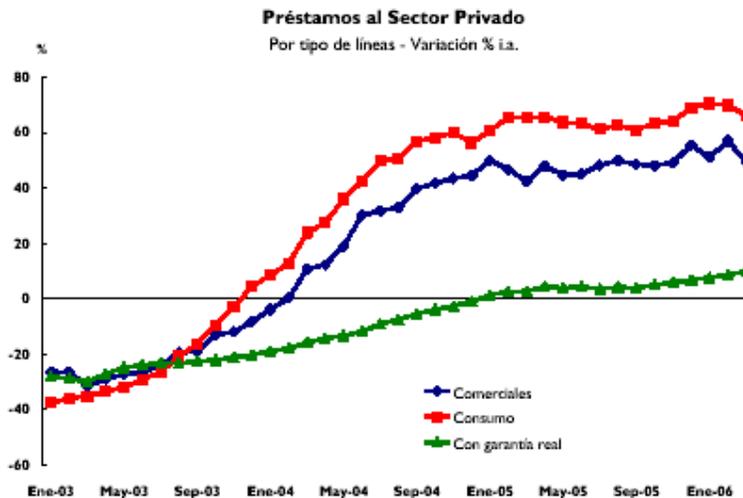


Gráfico 2.2. Préstamos al sector privado, variación porcentual interanual (Fuente: BCRA)

3. LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES

3.1 Principales características

Las obligaciones negociables (ON) son títulos privados emitidos por sociedades, por un monto de capital determinado, por los que la empresa obtiene un préstamo a mediano o largo plazo para sus proyectos de inversión. De esta manera, la empresa que emite ON pacta con sus acreedores una determinada tasa de interés y un plazo para devolver el capital (también aplican sistema francés, alemán, americano, etc). Difiere de una acción ya que el inversor tiene un flujo de fondos ‘asegurado’ (a menos que el emisor se declare en default) y no depende del pago de dividendos ni del precio de la acción en el mercado. Al ser la ON menos riesgosa que la acción, su tasa de interés (en este caso, de rendimiento) es menor a la de la acción. Las denominadas ON

convertibles, otorgan al tenedor la opción de canjearlas por una cantidad de acciones representativas del capital social de la emisora, según una relación de conversión previamente estipulada.

3.2 Valores de tasas

A diferencia de lo que sucede con los préstamos corporativos, donde no se puede conocer a qué tasas se endeudan todas las empresas que adquieren uno, en las ON sí se puede saber. Esto se debe a la obligación de hacer pública la emisión de obligaciones negociables para que sean tomadas como tales.

Por ende, los valores de tasas se pueden conocer. Tomando los rendimientos de 50 obligaciones negociables de empresas que actualmente tienen ON cotizando en el mercado de capitales local, los valores de tasas rondan el 9% anual. Si se grafica el rendimiento en función de la duration, se obtiene el gráfico 2.3:

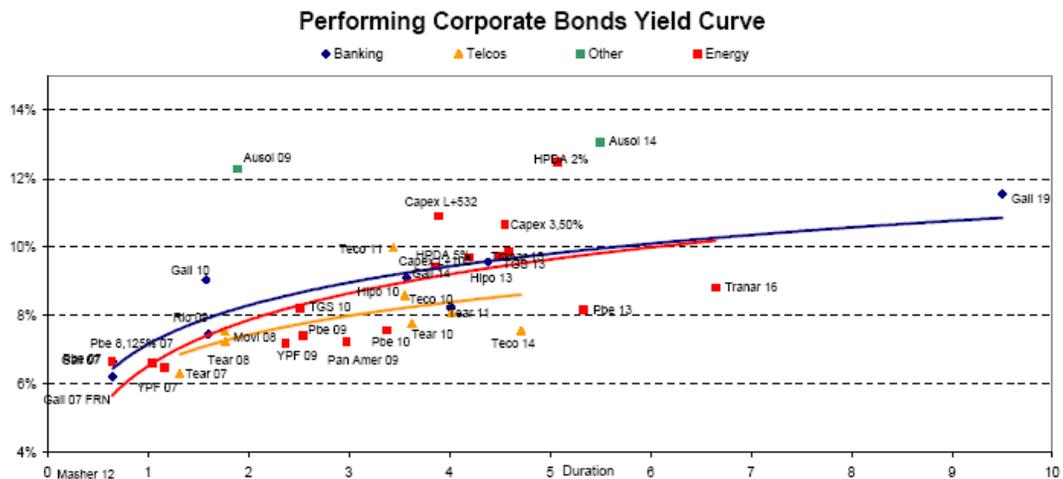


Gráfico 2.3. Obligaciones negociables (Fuente: TPCG)

Es importante destacar que la mayoría de las empresas que aparecen en este informe de la Sociedad de Bolsa “TPCG” son de primera línea, por lo que el riesgo de sus ON es bajo. Ergo, las tasas también lo son.

4. EL FIDEICOMISO FINANCIERO

4.1 Primera aproximación al concepto de fideicomiso

La figura del fideicomiso, propiamente dicha, nace a partir de la ley 24.441, sancionada en enero de 1995. Antes se utilizaban bajo otras figuras. El artículo 1^{er} de esa ley establece: “Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario”.

Todos los fideicomisos se pueden pensar como un caso especial de la estructura básica representados en la figura 2.1.

Contrato marco

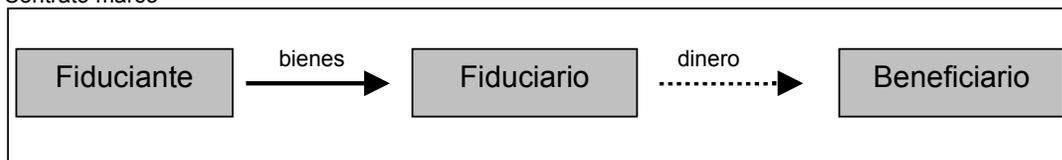


Figura 2.1. Esquema de funcionamiento de los fideicomisos (Fuente: elaboración propia)

El contrato es lo que gobierna al fideicomiso pero la ley establece ciertas pautas generales. Por ejemplo, el fiduciario “deberá cumplir la obligaciones impuestas por la ley o la convención con la prudencia y diligencia de un buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él”¹.

Cuando se designa en el contrato que el fideicomiso debe terminar, el fiduciario cobra sus honorarios (mes a mes va cobrando solamente los gastos de administración) y se extingue el fideicomiso. Los bienes se transfieren a los fideicomisarios (beneficiarios).

Un caso muy común de fideicomisos son los barrios cerrados desarrollados “al costo”. El propietario de una tierra (fiduciante) la cede a un desarrollador inmobiliario (fiduciario) que se encarga de subdividirlo en parcelas, contratar los arquitectos y constructores, armar las áreas comunes, etc. Luego, promociona el loteo y busca pequeños inversores que quieren comprar un lote (beneficiarios). Conseguidos los fondos necesarios, comienza con las obras y otorga a cada comprador de un lote un certificado de participación. Cuando se

¹ Ley N° 24.441, artículo 6

termina el desarrollo, a cada certificado le corresponde una escritura y cuando se finalizan todas ellas, se extingue el fideicomiso.

4.2 El “Patrimonio de Afectación”

Un aspecto a destacar es que cuando el fiduciante entrega sus bienes al fideicomiso, éstos no forman más parte de sus activos, ni tampoco de aquel que administre estos bienes fideicomitados, el fiduciario. Por ejemplo, un retailer de electrodomésticos como “Garbarino SA” (fiduciante) entrega una cartera de créditos con sus clientes (bienes) por un valor de 40 millones de pesos al fideicomiso “Garbarino Serie XXIX” y los administra el Banco de Valores SA (fiduciario). Si Garbarino SA se declara en concurso de acreedores, todos los bienes fideicomitados que tiene, entre ellos, esos 40 millones, no forman parte de su activo (salvo que exista fraude). Lo mismo ocurre para el fiduciario. Estos bienes se encuentran en un lugar neutral y forman lo que se denomina un “Patrimonio de Afectación”². Los acreedores de los beneficiarios podrán ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitados y subrogarse en sus derechos.

Esta característica legal es quizás la fortaleza más importante de la figura del fideicomiso. Es una manera muy simple de mitigar el riesgo. Para el fiduciante es claro por qué el riesgo es bajo ya que entrega sus bienes con condiciones estipuladas por contrato. Por otro lado, no es directamente al fiduciario a quien hace entrega de los bienes sino, como se explicó anteriormente, al fideicomiso. El fiduciario, a su vez, no toma los bienes directamente sino que sólo los administra a través del fideicomiso, nuevamente. Para los beneficiarios, saben que están invirtiendo en un negocio donde el único riesgo que tienen es que el proyecto no funcione. Esto no deja de ser un riesgo importante, idéntico al de cualquier inversión, pero se asegura de quien administra los fondos no es objeto de sus acreedores, cuestión para nada menor.

4.3 El fideicomiso financiero

La diferencia con el fideicomiso común es, que en este caso, el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) y los beneficiarios son los titulares de certificados de participación del dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda que están garantizados por los bienes del fideicomiso (el “activo

² Ley N° 24.441, artículo 14

subyacente”). Esta operatoria es llamada securitización o titulización de activos. Los certificados de participación y los títulos de deuda son considerados títulos valores y pueden ser objeto de oferta pública.

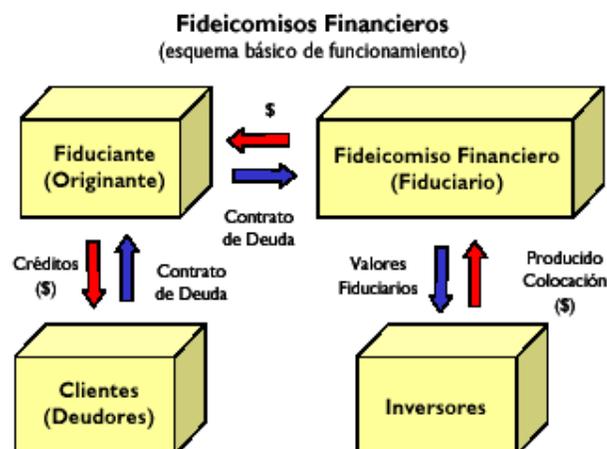


Figura 2.2. Esquema de funcionamiento de los fideicomisos financieros (Fuente: BCRA)

Entre los activos subyacentes más comunes se encuentran los préstamos personales, los créditos comerciales, los títulos públicos y cupones de tarjetas de crédito.

4.4 El fideicomiso financiero como instrumento de financiación

El mecanismo es el siguiente: las empresas, ante una necesidad específica de fondos, transfieren parte de su cartera de activos a un fideicomiso financiero, creado en el momento de la cesión. El fiduciario de este nuevo fideicomiso (una entidad financiera o especialmente autorizada por la CNV) emite títulos de deuda, que son adquiridos por inversores (beneficiarios). En función de la cantidad de interesados y de las ofertas de tasas que realizan, se define la tasa de interés a pagar. Con la venta de estos títulos, la empresa obtiene fondos frescos casi de manera instantánea.

Uno de los requerimientos más importantes para poder realizar la oferta pública, es que el fideicomiso sea evaluado por una calificadora de riesgo.

A priori se podría pensar que los bancos están por fuera de este sistema de financiamiento. Sin embargo, su participación como fiduciarios es casi total, ya que el año pasado tomaron este rol el 98% de las veces.

El costo de este método de financiamiento depende del activo subyacente, más que nada porque éste define el plazo. Para poder comparar tasas de corte de distintos fideicomisos, es necesario que tengan una “duration” similar. La duration es el plazo promedio del recupero de la inversión. De la misma manera en que no es útil comparar bonos de distintas duration, no lo es para los fideicomisos. El valor tiempo del dinero juega un rol fundamental aquí también. Por ende, no sería lógico comparar un fideicomiso con cupones de tarjeta de crédito como activo subyacente con uno que tiene títulos públicos.

Las tasas para los fideicomisos de plazo promedio de 5 meses rondan el 12% anual, mientras que para plazos superiores se arma un esquema de tasa variable. Para este tipo de fideicomisos, la referencia actual es la tasa BADLAR (confeccionada por el BCRA sobre la base de bancos privados) más un “spread” de alrededor de 300 puntos. El spread es una diferencia que se le agrega a la tasa variable; es la parte fija de la tasa, donde 100 puntos equivale a un 1%. Por ejemplo, si la tasa BADLAR se encuentra en 6,19% y el spread es de 310 puntos básicos, la tasa resultante sería de 9,29%.

A su vez, cuando se emiten los fideicomisos, en general se hacen series de acuerdo a la prioridad de cobro. Los primeros en cobrar, son los denominados “Senior” (o también clase A), luego los “Junior” (B) y, por último los residuales (C). Este es el orden de cobro y el valor de las tasas se va incrementando por estar asociadas al riesgo. Los últimos en cobrar son los residuales y por eso tienen una tasa mayor.

5. CONCLUSIONES

Como se destacó anteriormente, las tasas de interés que pagan las empresas por obtener fondos a través de los fideicomisos son más altas que por los otros métodos. Sin embargo, es cada vez mayor la emisión de fideicomisos financieros.

Para entender esta cuestión, se realiza un análisis con mayor profundidad de los fideicomisos en la sección siguiente.

III. EL FIDEICOMISO FINANCIERO

1. SITUACIÓN ACTUAL

Como se mencionó oportunamente, los fideicomisos comenzaron a cobrar impulso luego de la sanción de la ley 24.441 de enero de 1995. En el año 2000, llegaron a canalizar más de 2000 millones de pesos. Sufrió, como todo el aparato financiero argentino, los efectos de la gran crisis de 2001 - 2002, por lo que volvió a remontar recién en 2004 con unos 1685 millones colocados. Observando las emisiones desde ese año hasta comienzos del presente, se obtiene el gráfico 3.1.

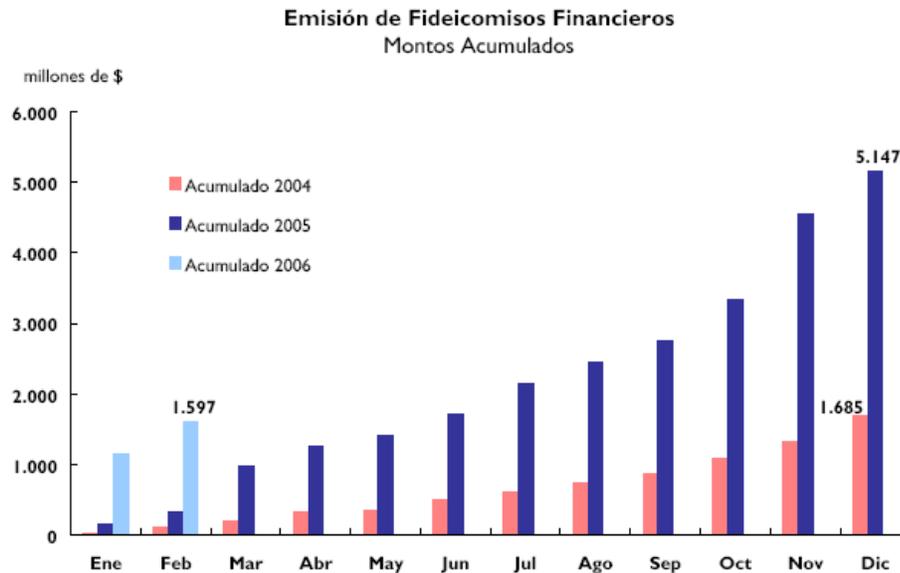


Gráfico 3.1. Emisión de fideicomisos financieros, montos acumulados (Fuente: BCRA)

Como se puede apreciar, en 2005 se triplicó el monto del año anterior. Por otra parte, en los dos primeros meses de 2006 se emitió casi lo mismo que en todo 2004 y un 30% de 2005. Según algunos especialistas, este año se alcanzarían los 10.000 millones de pesos, casi duplicando al año pasado.

En cuanto al valor de las tasas, siempre comparando tasas senior en pesos, se nota un incremento con los rendimientos del año pasado, situándose en torno del 12% anual, principalmente debido a la preocupación de los inversores locales ante expectativas de inflación. Por otra parte, a partir de julio de 2005, cuando el Ministerio de Economía anunció que dejaba de emitir títulos ajustables por CER, se produjo una suba generalizada de tasas en el mercado monetario donde los fideicomisos no fueron la excepción. Esto se evidencia en el gráfico 3.2.

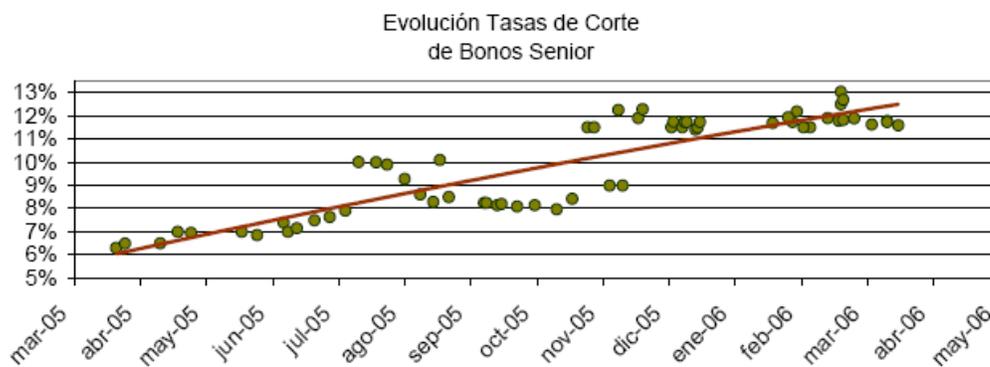


Gráfico 3.2. Evolución de las tasas de corte (Fuente: Gainvest)

A la hora de analizar los activos subyacentes que vienen siendo objeto de los fideicomisos, se puede analizar lo sucedido en 2005 a través del gráfico 3.3.

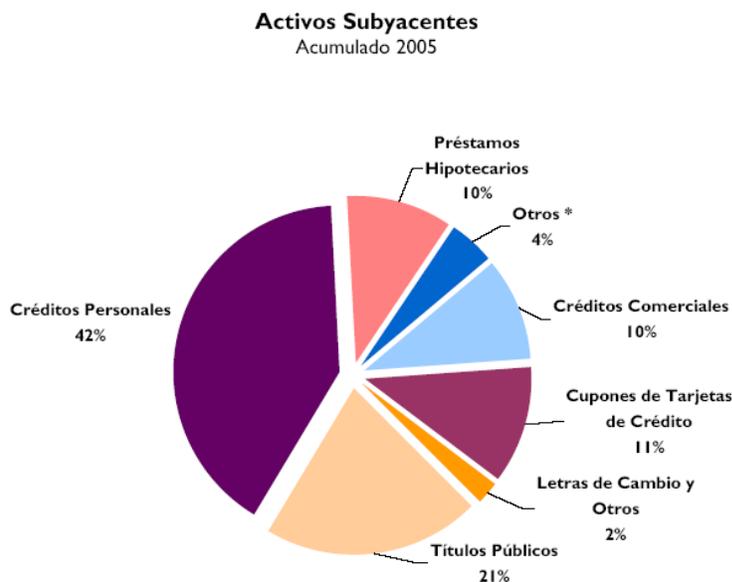


Gráfico 3.3. Activos subyacentes de fideicomisos financieros de 2005 (Fuente: BCRA)

Con respecto a los fiduciarios, se nota una alta cantidad de entidades financieras emitiendo los fideicomisos (bancos, compañías financieras, cajas de crédito, etc), como se ve en el gráfico 3.4.

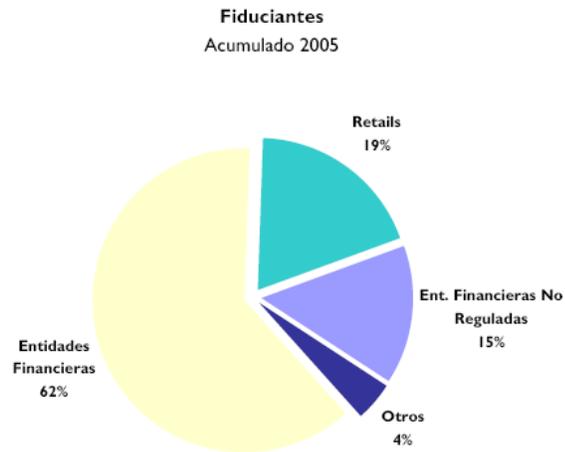


Gráfico 3.4. Fiduciarios de 2005 (Fuente: BCRA)

Un caso saliente del año 2005 es el de Citibank que colocó un único activo subyacente (un préstamo a la cervecera Quilmes) por 150 millones de dólares, representando en una única operación casi el 10% de lo emitido por los 143 fideicomisos de todo ese año. La operación se pareció a una colocación de deuda y generó convulsión en el mercado al tener sólo un activo. Sin embargo, hubo suscripciones por 800 millones que hicieron que el monto inicial crezca de 100 a 150 millones de dólares con una tasa de corte de 7,37%.

2. ¿UN COSTO ALTO?

Si se comparan los valores de tasas de los fideicomisos con los otros sistemas, se puede ver que son las más altas. Promedian el 12% con durations significativamente menores (6 meses en promedio). Es importante destacar que este valor promedio creció el año pasado, en gran medida debido al contexto inflacionario del país.

El enfoque del presente trabajo es empresarial pero es importante destacar que es una buena alternativa de inversión para pequeños inversores. El mayor riesgo que implica para ellos es que a la fecha de finalización del fideicomiso, no se puedan obtener los derechos de cobro que se habían prometido (exceso de morosidad, riesgo de default, etc) en la fecha de suscripción.

A priori, se puede pensar que una empresa que emite un fideicomiso está pagando demasiado por financiarse. 12% a 6 meses parecería ser un valor

excesivamente alto. Nuevamente, es imprescindible tener presente la inflación para poder comparar correctamente.

2.1 El negocio de los fiduciantes

Como se observa en el gráfico 3.3, la mayoría de los fiduciantes son entidades financieras que colocan sus activos en un fideicomiso. Si logran la suscripción de los beneficiarios que pretenden, como sucede últimamente en la mayoría de los casos, se lanza el fideicomiso y prácticamente en días consiguen los fondos que buscaban. Según como sea el fideicomiso, el fiduciante debe pagar al beneficiario el monto inicial con intereses en las fechas estipuladas. Este es el costo del valor tiempo del dinero.

Sin embargo, el activo subyacente del fideicomiso puede llegar a tener, normalmente ocurre, una valorización. Es más, muchas veces ésta es mayor que los intereses. Por ello, para aquel que cede los activos al fideicomiso, no es sólo una manera de obtener fondos para financiar sus operaciones sino que es también un negocio.

El caso más simple es el de los cupones de las tarjetas de crédito de los negocios de venta minorista (retail). Empresas como Garbarino, Frávega y Red Megatone ceden los créditos con sus clientes, a quienes les cobran tasas de interés cercanas al 40% anual (este es el rendimiento del activo subyacente), a un fideicomiso a un costo de sólo un 12%. El riesgo mayor de estas operaciones es la mora en los clientes pero si se siguen cumpliendo los valores estipulados, el negocio sigue siendo de gran magnitud.

En las emisiones de este tipo de fideicomisos normalmente ocurre que hay distintas series, permitidas por el artículo 22 de la Ley de Fideicomisos. Algunas son títulos representativos de deuda (TRD) o también llamados valores de deuda fiduciaria (VDF) y otros certificados de participación (CP). Un VDF es un elemento por el cual el fideicomiso se compromete al pago de intereses más la devolución del capital invertido. En cambio, en un CP, el fideicomiso se compromete al pago de un porcentaje con respecto a los flujos generados más la devolución del capital invertido. Los primeros en cobrar son siempre los VDF y luego los CP. Incluso cada tipo puede tener distintas series: los VDF se los suele dividir en senior (Clase A) y junior (clase B), con diferentes tasas correspondientes a distintos montos, como se expuso anteriormente.

En el caso mencionado anteriormente, los fiduciantes son en general los que poseen los CP y colocan los VDF a terceros.

3. PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO

Según Norberto Mathys, gerente comercial de Banco de Valores SA (el mayor fiduciario nacional), “los fideicomisos alcanzarán este año los 10.000 millones de pesos, casi el doble del volumen con el que cerró el 2005”³.

Se estima que los fideicomisos con activos subyacentes vinculados a créditos de consumo son los que presentarán mayores emisiones. Mientras el consumo siga en los niveles actuales, los créditos de los retailers van a seguir siendo cedidos a los fideicomisos.

Los inversores están viendo en los fideicomisos la alternativa que mejor combina la relación riesgo - rendimiento. Retornos del 12% anual a seis meses es lo mejor que se encuentra en la plaza hoy en día.

A la hora de emitir un fideicomiso es de suma importancia que sean compatibles los plazos de pago con los de cobro de los activos fideicomitados. De esta manera, se minimiza el riesgo de descalce de tasas. El sector financiero, luego de la crisis de 2001, aprendió que esto puede perjudicarlo luego de sufrir por financiar créditos a largo plazo con depósitos a 30 días. Es por ello que poco a poco, se suman entidades financieras con ánimos de ajustar los plazos de sus carteras incorporando prendas, leasings e hipotecas, por ejemplo.

Otra actividad que crece sostenidamente es la securitización de los créditos a clientes de las empresas; ya no sólo los retailers. Tal es el caso de las multinacionales, por ejemplo, que tienen restringida la cantidad de crédito que pueden ofrecer a sus clientes por las casas matrices. Si no financian a sus clientes, pierden mercado. En ese sentido, al formar un patrimonio “encapsulado” (como también se lo denomina al patrimonio de afectación) no violan las restricciones crediticias.

A futuro también se cree que ya no existirán más emisiones de fideicomisos con un único activo subyacente, como el caso mencionado anteriormente de Quilmes. La Bolsa de Comercio trabaja en una nueva reglamentación que se ocupe de los casos en que la cartera fideicomitada no esté diversificada en varios deudores. Esto intenta asegurar que las emisiones que antes se estructuraban como obligación negociable no se elaboren como fideicomisos, que tiene menos exigencias informativas. Así, el inversor se encontrará más informado a la hora de invertir en un fideicomiso.

³ Fuente: El Cronista – 9/5/2006

4. RIESGOS ASOCIADOS

La esencia de la securitización de activos, cuyo vehículo más utilizado es el fideicomiso financiero, es que se emiten títulos, garantizando el repago de capital e intereses de los mismos con el flujo de fondos generado por una cartera de activos.

En el caso en que esos flujos sean menores que los esperados, cada fideicomiso tiene su forma de proceder de acuerdo al contrato pero lo más común es que se proceda a la liquidación del mismo.

Esto, obviamente, termina perjudicando a los fideicomisarios ya que no pueden gozar de los beneficios que hubieran obtenido si el fideicomiso funcionaba de la manera en que se creía en primera instancia.

Sin embargo, a pesar de esta gran desventaja, cuenta con una estructura legal muy eficaz que tiene que ver con el patrimonio de afectación. Como se comentó anteriormente, los bienes fideicomitados no son parte ni del fiduciante, ni del fiduciario ni de los beneficiarios. Cuando el fiduciante cede sus activos al fideicomiso, no sólo mejora su nivel de apalancamiento, sino que esos bienes no interfieren en cualquier problema que se le pueda llegar a presentar de allí en adelante, como en el caso de un concurso de acreedores o mismo la quiebra. De esta manera, el beneficiario se encuentra más seguro a la hora de invertir ya que si la compañía que administra el fideicomiso quiebra, otra toma su lugar y su dinero permanece intacto, salvo en el caso del fraude. De acuerdo a la ley: “Los bienes fideicomitados quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario. Tampoco podrán agredir los bienes fideicomitados los acreedores del fiduciante, quedando a salvo la acción de fraude. Los acreedores del beneficiario podrán ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitados y subrogarse en sus derechos”⁴.

4.1 Las calificadoras de riesgo

Según las reglamentaciones de la CNV, el fideicomiso financiero debe ser evaluado por una calificadora de riesgo competente. Más precisamente son los valores de deuda fiduciaria (VDF) los que llevan una calificación, ya que pueden ser adquiridos por inversores y éstos deben estar debidamente informados.

⁴ Ley N° 24.441, artículo 15

La calificadora estudia el fideicomiso y, al ser éste un patrimonio separado del fiduciante y del fiduciario, otorga una calificación dirigida solamente a los títulos valores de este. Es decir, más allá de quien sea el fiduciante o el fiduciario, se estudia el patrimonio fideicomitado y se le pone una calificación que señala la probabilidad de pago en tiempo y forma de los intereses a los inversores, y del repago de capital antes de la fecha de vencimiento.

Estas calificadoras sustentan sus decisiones en la calidad de la cartera, antecedentes e historia crediticia de la compañía, sistemas de cobranza y seguimiento de morosos, etc.

Por ejemplo para Standard & Poors, la calificación más alta es raAAA (el prefijo “ra” indica República Argentina y evita que se comparen países con distinto riesgo soberano) y para Fitch Ratings es AAA.

5. CONCLUSIONES

Como se explicó en esta sección, el crecimiento de los últimos meses en la emisión de fideicomisos se debe a un sinnúmero de variables imposibles de identificar a simple vista. Entre ellas, se destacan un crecimiento sostenido general del país, una estabilidad del mercado de capitales, un aumento del consumo, etc. Los valores de tasas de corte de los fideicomisos se pueden corresponder con estar mismas variables o pueden aparecer otras ajenas al volumen de emisión, como la inflación por ejemplo, que se mencionó previamente.

Para poder explicar el comportamiento que han tenido hasta la fecha estas tasas y, de alguna manera, proyectar sus valores, se realiza un análisis con mayor profundidad en la sección siguiente. Allí también se intenta relacionar estas tasas con las de los demás sistemas de endeudamiento explicados con anterioridad: los créditos y las obligaciones negociables.

IV. ANÁLISIS DE REGRESIÓN

1. INTRODUCCIÓN AL ANÁLISIS DE REGRESIÓN

En la presente sección se intenta analizar en profundidad el valor de las tasas de interés de los fideicomisos financieros. Como se ha visto anteriormente, éstas presentan variaciones a lo largo del tiempo y lo que se pretende es entenderlas y avalarlas mediante alguna herramienta matemática.

En este análisis, se describe cómo el valor de otras variables incide efectivamente en el valor de las tasas. Utilizando valores históricos, se pueden ensayar modelos de regresión lineal de una o más variables.

La variable que se intenta explicar es la tasa de corte de los valores de deuda fiduciaria serie "A" (los primeros en cobrar y, por ende, los de menor riesgo) de los fideicomisos financieros emitidos en pesos.

El objetivo del análisis es, en primera instancia, encontrar un modelo de regresión que explique los comportamientos históricos de estas tasas utilizando variables macroeconómicas. El uso de estas variables está pensado para la segunda instancia del análisis: utilizar proyecciones para establecer un rango de variación de las tasas.

Ese rango de tasas de interés que se pretende encontrar servirá para hacer una comparación con otros sistemas de endeudamiento explicados anteriormente, como las obligaciones negociables y los préstamos corporativos.

2. MODELO DE REGRESIÓN

2.1 Origen de los datos

Antes de confeccionar el modelo es importante aclarar el origen de los datos ya que en ellos reside la validez que pueda llegar a tener o no el modelo.

Como se explicó con anterioridad, los fideicomisos financieros como se conocen en la actualidad, comenzaron a operar en Argentina alrededor del año 1995, luego de la sanción de la ley 24.441. A partir de ese momento comenzaron a crecer vigorosamente hasta el año 2000/2001 donde se precipitó la última crisis financiera del país.

La Argentina pre 2001 y la post 2001 no son comparables, en materia financiera. Quizás los últimos dos años anteriores a la devaluación y los primeros luego de ella tienen comportamientos similares, pero lo que es común

a ambos es la escasa actividad económica que ocurrió allí. Ya se observó en el gráfico 2.1 de la sección II que no existen valores para las tasas de los préstamos corporativos en una gran parte de 2002. Los demás años (i.e 1995 a 1999 y 2003 a 2006) no son comparables más que nada porque el país cambió en varios aspectos luego de la crisis: el tipo de cambio ya no es el mismo, se habla de inflación y los valores de las tasas de interés son más elevados que en los noventa.

Por ello, se decide tomar los valores de los fideicomisos emitidos sólo en los últimos años porque se cree que la Argentina del futuro está más cerca de ser como lo fue en los últimos 3 años que como lo ha sido antes. Se toman entonces los valores de fideicomisos de enero de 2004 en adelante, donde se puede ver que el número de emisiones por mes es lo suficientemente importante como para obtener valores representativos de tasas. Anterior a 2004 existen emisiones pero el análisis busca valores mensuales, por lo que las emisiones de 2003 son relativamente pocas y la regresión no sería válida.

Un modelo de regresión lineal multivariante relaciona dos o más variables bajo la siguiente forma:

$$y = a_0 + a_1 X_1 + a_2 X_2 + a_3 X_3 + \dots + \varepsilon \quad (4.1)$$

donde X_i (i variando de 1 hasta n) son las n variables independientes, acompañadas por sus respectivos coeficientes de regresión a_i , que intentan explicar el comportamiento de la variable dependiente y (en este caso las tasas de interés). La constante a_0 es la ordenada al origen y ε el error del modelo o perturbación. La esperanza del error es cero por definición.

2.2 Metodología y criterios de validación

Para analizar los distintos modelos de regresión que se ensayan en el presente trabajo, se utiliza el software Microsoft Excel[®]. El mismo permite realizar análisis de regresión multivariantes y presenta los resultados en forma de tabla. En esa tabla se tienen que observar los criterios de validación que son básicamente tres:

- a) el coeficiente de correlación ρ^2
- b) el valor crítico de "F"
- c) la probabilidad de que un coeficiente de la recta de regresión sea cero (por ende, la variable no sería explicativa)

El coeficiente de correlación figura en la tabla de Excel como “Coeficiente de determinación R^2 ” y debajo del mismo se encuentra un valor que recibe el nombre de “ R^2 ajustado” que difiere del primero en que realiza un ajuste considerando los grados de libertad del modelo (las observaciones) para el caso en que se quieran comparar modelos con distinta cantidad de observaciones. Para el presente análisis, sólo se considera el primero, ya que la cantidad de observaciones que se realizan son siempre iguales, ya que el horizonte temporal es común a todos los modelos.

Con un coeficiente de correlación de aproximadamente entre 0,6 y 0,7 se puede decir que el modelo ajusta relativamente bien, sobre todo para “campos de aplicación como la econometría, variables macro y microeconómicas”⁵ como es el caso.

Otro valor que es necesario examinar es el “Valor crítico de F”. Este debería ser menor a 0,05, según las conclusiones del Ing. Roberto .M. García.

Por otro lado, es importante que ningún coeficiente de la recta (a_1, a_2, \dots, a_n en 4.1) sea cero, cuestión no menor ya que anularía el término de la variable X_n y se concluiría que la misma no es explicativa. En cuyo caso habría que eliminarla del modelo. Para verificar esto, se analiza la tabla de “Análisis de Varianza” en donde se muestra la probabilidad “Inferior 95%” y “Superior 95%” de los rangos de variación de los coeficientes. Allí es donde no debe estar contenido el cero. Entonces, ambos tienen que ser positivos o ambos negativos para corroborar esto.

2.3 Variables a considerar

Para analizar el modelo para las tasas de interés, la variable dependiente, es necesario definir aquellas variables que podrían ser las explicativas. Como se expuso anteriormente, se pretende que las variables explicativas sean macroeconómicas para poder proyectar a futuro el valor de las tasas.

Para encontrar estas variables, es necesario estudiar al fideicomiso desde el punto de vista del inversor, que coloca su dinero en este instrumento. Es a él a quien se debe convencer de que su dinero allí rendirá más que en otro lado y le presentará un beneficio mayor. También es importante que esté decidido a realizar la inversión y no quedarse con el dinero sin hacerlo rendir. Por otro lado, una de las principales ventajas del instrumento, es el poco riesgo que corre el inversor.

⁵ Roberto M. García – “Inferencia estadística y diseño de experimentos” – Cap XII, pág 265

El valor de las tasas debe atraer a los inversores. Como mínimo, el dinero que éstos colocan, debe rendir lo equivalente a la inflación. Esto es para que el capital mantenga su valor real en el tiempo. De hecho, debe rendir un poco más ya que implica un riesgo, mínimo pero riesgo al fin, colocar dinero en un fideicomiso. Por ende la inflación es una variable que podría explicar el valor de las tasas. Ya se expuso anteriormente en la sección III que los valores de tasas se fueron incrementando por estos motivos por lo que en una primera instancia se puede pensar que la inflación puede llegar a ser una variable explicativa.

En general, los valores de inflación se publican a fin de mes y los inversores no están al tanto día a día de los mismos. Sino más bien deciden en base al mes anterior o incluso analizan en lo que va del año, porque esto da idea de las expectativas de inflación futura. Por ende, a priori se podría decir que existe un desfase que se da naturalmente entre la emisión de un fideicomiso y la inflación. Se podría pensar que la tasa de corte de un fideicomiso que se emite, por ejemplo, en el mes de mayo está sujeta a la inflación de abril. O quizás también a la de marzo. Como los valores de inflación mensuales a veces se corresponden con la suba de algún producto de la canasta básica en particular por alguna medida económica extraordinaria (como sucede a veces con la carne), no es representativo tomar un solo mes como variable explicativa. Se decide tomar el promedio de los últimos tres meses para amortiguar estos efectos que podrían resultar en un pico mensual no coherente con la realidad. Por ende, la primera variable explicativa que se propone para el modelo es el promedio de inflación de los últimos tres meses. Con valores históricos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) sobre el Índice de Precios al Consumidor (IPC) se tienen los datos como para hacer el análisis de regresión.

Por ende, se tiene una variable explicativa que es macroeconómica y proyectable. Por otro lado, es coherente con la realidad ya que se mencionó anteriormente que las tasas aumentan debido a la inflación. Ergo, cumple con las condiciones y el modelo debería ajustar.

Por otro lado se podría pensar que la tasa de corte de los fideicomisos está condicionada por los valores que se ofrecen en el mercado aproximadamente en el momento de la creación, ya que debe tener suficiente aceptación entre sus colocadores como para que finalmente se logre la emisión. Por ende se propone como otra variable para el modelo, la tasa de corte promedio del mes anterior. Es decir, si lo que se quiere evaluar son las emisiones de agosto, una variable explicativa puede ser la tasa de las emisiones de julio.

Otra variable explicativa que no es macroeconómica pero se podría tener en cuenta como para agregarla a un modelo multivariante es el tiempo. Esto es,

considerar que los fideicomisos deciden sus tasas de corte en función al tiempo que transcurrió desde una determinada fecha, el comienzo de la serie (enero 2004). Esto podría ser visto como una especie de “aprendizaje” por parte de los colocadores que, a medida que pasa el tiempo, van reacomodando sus tasas de corte. La característica de esta variable es definitivamente lineal. Sus valores son períodos que crecen de a unidades (1, 2, 3, etc) cada uno representando un mes de la serie. El ajuste para los valores históricos es relativamente alto y se detalla en el anexo I. Esto significaría que las tasas se incrementarían indefinidamente, sólo por el mero paso del tiempo. Para los primeros años el modelo puede ajustar debido a la gran cantidad de emisiones que poco a poco fueron incrementando sus tasas de corte casi de manera lineal. Sin embargo, se cree que la linealidad de la variable tiempo puede llegar a introducir ruido al modelo. Incluso, puede llegarse a pensar que un modelo está ajustando bien cuando en realidad no es coherente con el futuro que se intenta proyectar. Además, se realiza la regresión con inflación ya que se pretende evaluar las perspectivas a futuro de una variable macroeconómica.

Es importante destacar que, por más que un modelo ajuste con los criterios detallados previamente, no hay que dejar de lado el sentido común para elegirlo entre otros. Por ello, este modelo se descarta.

Se consideran otras variables macroeconómicas también para el análisis. Por ejemplo, la tasa de cambio peso-dólar. La tasa de cambio nominal debería contemplar a la inflación. Aplicando un modelo de regresión, el ajuste es relativamente bajo (ver anexo II). Por otra parte, al ser el modelo sólo para fideicomisos emitidos en pesos, ya que se descartaron del análisis aquellos que eran en dólares, no tiene sentido su inclusión si ya se considera a la inflación como posible variable explicativa. Por ende, queda descartada.

Otra variable que podría llegar a ser explicativa es el riesgo país. El problema que se presenta es la discontinuidad de los valores del mismo a partir de la renegociación de la deuda. En aquel momento, el riesgo país descendió abruptamente por lo que no se lo puede utilizar para el análisis histórico de las tasas de corte de los fideicomisos.

Una variable macroeconómica importante es el producto bruto interno (PBI). De alguna manera es un indicador de actividad económica pero se analiza que podría llegar a estar ligado al volumen de emisiones de los fideicomisos y no tanto a las tasas de corte. Se tienen datos de PBI trimestrales, ya que su cálculo se realiza trimestralmente, por lo que se decide dividirlo de manera uniforme mes a mes para poder realizar comparaciones mensuales. Sin embargo, cuando se le aplica un análisis de regresión al volumen emitido en fideicomisos con el PBI mensual, el modelo no ajusta bien (ver anexo III). Si se

quisiera hacer con valores trimestrales de fideicomisos no se llega a la cantidad de datos necesarios para ensayar un modelo de regresión ya que los 28 meses significarían sólo 8 trimestres (se recomiendan más de 15 datos para un análisis significativo). Por ende, se descarta del modelo.

El número de variables explicativas a considerar para el modelo de regresión no es una cuestión menor. Existe un criterio en estadística denominado “criterio de parsimonia” que establece la siguiente regla general: “en la selección del mejor modelo de Regresión Múltiple, deberá tener importancia prioritaria la sencillez del mismo, dada por el menor número de variables explicativas, o sea de parámetros desconocidos”⁶.

Por ende, se decide que, teniendo una variable macroeconómica proyectable como la inflación se puede ensayar un modelo de regresión como se explicó anteriormente. La otra variable que se considera es la tasa de emisiones del mes anterior al que se quiere conocer.

2.4 Resultados del modelo

El modelo termina siendo un caso de regresión lineal multivariante con sólo dos variables explicativas: el promedio de la inflación del mes con los últimos dos meses y la tasa de corte de los fideicomisos del mes anterior. En cada mes, se promediaron las tasas que se tienen de las publicaciones de los fideicomisos en la Comisión Nacional de Valores (CNV). Con los datos del INDEC que toma el IPC en base 100 al año 1999, se calcula la inflación de cada mes y se obtiene la tabla 4.1.

Así, se tienen 28 datos, suficientes para ensayar un modelo de regresión. De la ecuación 4.1, el modelo quedaría de la siguiente manera:

$$y = a_0 + a_1 X_1 + a_2 X_2 + \varepsilon \quad (4.2)$$

donde X_1 es el promedio de la inflación del mes con los dos meses anteriores y X_2 la tasa promedio de los fideicomisos emitidos en el período anterior.

Los resultados de la regresión, con un 95% de confianza son los expuestos en las tablas 4.2 y 4.3.

⁶ Atribuido al estadístico inglés Maurice G. Kendall

Con un coeficiente de correlación de aproximadamente 0,84 se puede decir que el modelo ajusta bien, sobretodo para “campos de aplicación como la econometría, variables macro y microeconómicas”⁷ como es el caso.

Mes	Tasas fideicomisos del mes n (%)	Promedio de inflación (en % mensual)	Tasas fideicomisos del mes n-1 (%)
Ene-04	8.75%	0.29%	8.69%
Feb-04	7.40%	0.24%	8.75%
Mar-04	7.90%	0.37%	7.40%
Abr-04	6.87%	0.52%	7.90%
May-04	7.00%	0.73%	6.87%
Jun-04	7.17%	0.72%	7.00%
Jul-04	7.50%	0.59%	7.17%
Ago-04	7.67%	0.46%	7.50%
Sep-04	7.75%	0.48%	7.67%
Oct-04	7.25%	0.46%	7.75%
Nov-04	7.14%	0.34%	7.25%
Dic-04	7.41%	0.41%	7.14%
Ene-05	7.23%	0.77%	7.41%
Feb-05	6.49%	1.09%	7.23%
Mar-05	6.48%	1.32%	6.49%
Abr-05	6.96%	0.99%	6.48%
May-05	7.90%	0.88%	6.96%
Jun-05	7.66%	0.67%	7.90%
Jul-05	8.46%	0.84%	7.66%
Ago-05	9.10%	0.79%	8.46%
Sep-05	8.43%	0.87%	9.10%
Oct-05	7.86%	0.79%	8.43%
Nov-05	10.01%	1.05%	7.86%
Dic-05	11.67%	1.03%	10.01%
Ene-06	13.07%	1.20%	11.67%
Feb-06	12.18%	0.93%	13.07%
Mar-06	11.74%	0.96%	12.18%
Abr-06	12.49%	0.86%	11.74%

Tabla 4.1. Tasas de corte de fideicomisos y sus posibles variables explicativas (Fuente: elaboración propia con datos del INDEC, CNV y Gainvest)

Otro valor que es necesario examinar de la tabla 4.3 es el “Valor crítico de F”. Cumple con la condición de ser menor a 0,05. Por otro lado, es importante que los coeficientes a_1 y a_2 no sean nunca cero, como se expuso anteriormente. Tanto para X_1 como para X_2 , los coeficientes son positivos siempre dentro del rango de confianza, por lo que el cero queda excluido. Así, el modelo queda verificado bajo tres criterios.

Con los coeficientes de la tabla 4.3 la ecuación que gobierna el modelo sería la siguiente:

⁷ Roberto M. García – “Inferencia estadística y diseño de experimentos” – Cap XII, pág 265

$$y = -0,0024 + 1,1103 \cdot X_1 + 0,9466 \cdot X_2 + \varepsilon \quad (4.3)$$

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0.9235
Coefficiente de determinación R ²	0.8529
R ² ajustado	0.8411
Error típico	0.0078
Observaciones	28

Tabla 4.2. Resumen de las estadísticas de la regresión (Fuente: elaboración propia)

Análisis de Varianza					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	2	0.0087	0.0044	72.5015	3.92E-11
Residuos	25	0.0015	6.02E-05		
Total	27	0.0102			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0.0024	0.0074	-0.3196	0.7519	-0.0177	0.0129
Variable X 1	1.1103	0.5386	2.0613	0.0498	0.0010	2.2197
Variable X 2	0.9466	0.0868	10.9065	5.41E-11	0.7679	1.1254

Tabla 4.3. Estadísticas de la regresión (Fuente: elaboración propia)

3. PROYECCIONES

Para poder predecir el comportamiento de las tasas de los fideicomisos con el modelo resultante de la sección anterior, gobernado por la ecuación 4.3, es necesario estimar valores para la variable X_1 . Como se definió en su momento, es el promedio de la inflación de los tres últimos meses; un promedio móvil trimestral.

En definitiva lo que se debe proyectar es la inflación de cada mes. Luego, con una simple operación se realizan sendos promedios móviles. De esta manera se estima X_1 . Por otro lado, se tiene el valor de la tasa de corte del mes anterior (para el primer mes es dato y luego surge del modelo). Con estos valores que se reemplazan en la ecuación 4.3, se obtiene un valor de tasa de corte para los fideicomisos que se emitan en ese mes.

Por otra parte se decide un horizonte temporal, de manera de acotar el análisis. Las proyecciones comienzan en mayo de 2006 y finalizan en el mismo mes de 2009.

3.1 Perspectivas de inflación

Al ser la inflación la variable que se debe proyectar y que definirá el resultado del análisis, es necesario un estudio del futuro de la misma.

Diversos analistas y consultores en la materia estiman valores cercanos al 11% anual, por encima de la meta del gobierno del presidente Kirchner que es de diez puntos. Algunos se animan a pronosticar incluso un 12%, como señala un informe de la consultora “Ecolatina”, que afirma que esto se debe al giro en la política fiscal del BCRA que intentará aumentar sus reservas. Sin embargo, los acuerdos de precios no dejarán que crezca muy por encima de los planes del gobierno. Según Javier Alvaredo, de MVA Macroeconomía, "los acuerdos de precios morigerarán el impacto de la inflación en dos puntos"⁸.

Se decide usar proyecciones de inflación de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) que es una entidad reconocida en la materia e independiente. La misma pronostica las inflaciones anuales observadas en la tabla 4.4.

Año	Inflación
2006	12,10%
2007	12,10%
2008	10,90%
2009	10,90%

Tabla 4.4. Proyecciones de inflación (Fuente: elaboración propia con datos de FIEL)

Por otra parte, y para extender el análisis, se pueden crear dos escenarios adicionales a las proyecciones de FIEL. Por ejemplo, uno con menor inflación (“optimista”) y otro con mayor (“pesimista”). En la tabla 4.5 se pueden evidenciar los valores supuestos.

Año	FIEL	Optimista	Pesimista
2006	12,10%	10 %	12 %
2007	12,10%	8 %	14 %
2008	10,90%	6 %	16 %
2009	10,90%	4 %	20 %

Tabla 4.5. Proyecciones de inflación con escenarios (Fuente: elaboración propia y FIEL)

⁸ Diario Infobae – Fecha: 5/5/2006

4. RESULTADOS

Con los valores de inflación de la tabla 4.5 y, utilizando la ecuación 4.3, se pueden obtener los valores de tasas de corte de los fideicomisos hasta mayo de 2009, tal cual muestra la tabla 4.6.

Si se recopila la información histórica de la cual se obtuvo la recta de regresión junto con estas proyecciones, se puede elaborar el gráfico 4.1.

Mes	Escenario FIEL	Escenario Optimista	Escenario Pesimista
Abr-06	11.93%	11.75%	11.92%
May-06	12.11%	11.76%	12.09%
Jun-06	12.28%	11.78%	12.25%
Jul-06	12.44%	11.79%	12.41%
Ago-06	12.59%	11.80%	12.55%
Sep-06	12.74%	11.81%	12.69%
Oct-06	12.87%	11.82%	12.82%
Nov-06	13.00%	11.83%	12.95%
Dic-06	13.13%	11.84%	13.07%
Ene-07	13.24%	11.71%	13.35%
Feb-07	13.35%	11.44%	13.78%
Mar-07	13.46%	11.05%	14.36%
Abr-07	13.56%	10.68%	14.90%
May-07	13.65%	10.33%	15.42%
Jun-07	13.74%	10.00%	15.91%
Jul-07	13.83%	9.68%	16.38%
Ago-07	13.91%	9.38%	16.82%
Sep-07	13.98%	9.10%	17.24%
Oct-07	14.05%	8.84%	17.63%
Nov-07	14.12%	8.58%	18.01%
Dic-07	14.19%	8.34%	18.36%
Ene-08	14.21%	8.03%	18.90%
Feb-08	14.21%	7.65%	19.60%
Mar-08	14.17%	7.21%	20.46%
Abr-08	14.13%	6.79%	21.27%
May-08	14.09%	6.39%	22.04%
Jun-08	14.06%	6.01%	22.77%
Jul-08	14.02%	5.66%	23.46%
Ago-08	13.99%	5.32%	24.12%
Sep-08	13.96%	5.00%	24.74%
Oct-08	13.93%	4.70%	25.33%
Nov-08	13.91%	4.41%	25.89%
Dic-08	13.88%	4.14%	26.42%
Ene-09	13.86%	3.82%	27.62%
Feb-09	13.84%	3.47%	29.45%
Mar-09	13.82%	3.08%	31.89%
Abr-09	13.80%	2.71%	34.20%
May-09	13.78%	2.36%	36.39%

Tabla 4.6. Tasas de corte proyectadas según los escenarios (Fuente: elaboración propia)

Tasas de corte según los escenarios

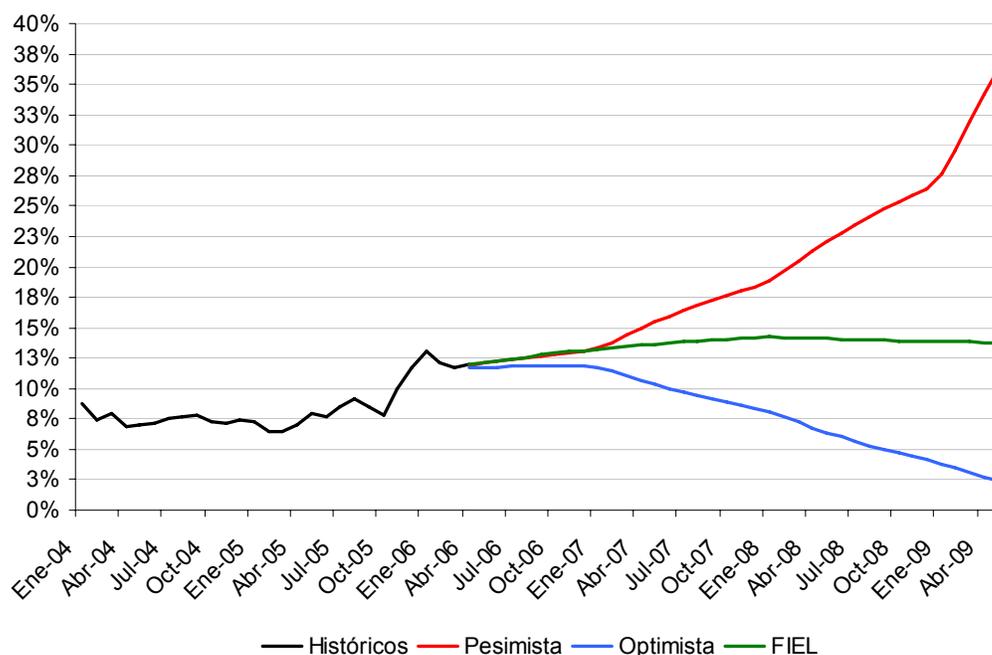


Gráfico 4.1. Tasas de corte (Fuente: elaboración propia)

Un estudio con mayor profundidad de los resultados obtenidos, se realiza en la siguiente sección: “Análisis de los resultados”.

5. COMPARACIÓN CON OTRAS FORMAS DE ENDEUDAMIENTO

Como se menciona en la introducción de la presente sección, se pretende comparar a los fideicomisos con dos de los sistemas también presentes en el trabajo: los créditos corporativos y las obligaciones negociables.

Se intenta buscar modelos de regresión que expliquen la variación de las tasas de esos dos sistemas de endeudamiento, incluyendo la inflación para utilizar las mismas proyecciones que los fideicomisos.

5.1 Créditos corporativos

Tal cual se hace mención en el apartado 2 de la sección II, los valores de tasas de interés de préstamos corporativos son para empresas de primera línea.

Ensayando un modelo de regresión tomando como variable explicativa a la inflación, de la misma manera en que se procedió para los fideicomisos, se observa que no ajusta bien (véase anexo IV). Se considera que puede ocurrir que debido al horizonte de tiempo acotado para el análisis, la inflación no se ha manifestado en los valores de tasas de créditos. Se cree que a largo plazo esta correlación es más probable. Sin embargo, para continuar en el mismo horizonte de los fideicomisos y poder realizar comparaciones, se decide utilizar algún otro método para estimar los valores de las tasas de los créditos corporativos.

5.1.1 El uso de “Mean Reversion”

Las tasas de interés de los préstamos pueden considerarse “commodities”. Existen publicaciones que demuestran esta hipótesis⁹. De esta manera, se pueden utilizar las técnicas para predecir el comportamiento de los precios de los commodities para el valor de las tasas de interés de los créditos.

Uno de los métodos más utilizados para ello es el denominado “Mean Reversion”. Este método estocástico utiliza valores históricos para calcular una media (en inglés, mean) y luego supone que el precio actual irá aproximándose (o revirtiéndose, de allí su nombre) a esa media con una velocidad determinada por la diferencia entre estos dos valores (el actual y el promedio). Es estocástico también porque estima bandas de probabilidad para los precios (en este caso, tasas) de acuerdo a múltiplos de los desvíos estándar para el futuro.

Existen ciertas condiciones para aplicar este método. Por un lado, se debe corroborar que la diferencia entre cada observación y la anterior tenga una distribución totalmente aleatoria. Esto se demuestra mediante un bajo coeficiente de correlación. También es importante contar con una alta cantidad de datos (se recomiendan más de 300) por lo que se utilizan valores diarios de la tasa de interés de empresas de primera línea, obtenidas del BCRA. De igual manera, las proyecciones resultado del modelo, son diarias.

⁹ Stock y Watson, “Testing for Common Trends,” *Journal of the American Statistical Association* 83 (1988):1097–107.

El modelo de mean reversion utiliza la siguiente ecuación para describir el comportamiento del precio del commodity (en este caso, las tasas):

$$Y_t - Y_{t-1} = a + b * Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.4)$$

Con este modelo se pueden encontrar los parámetros de la ecuación diferencial estocástica que tiene en cuenta los conceptos fundamentales del mean reversion: que con el paso del tiempo el precio se revierte a la media y que la velocidad con que sucede esto es función de cuan alejado se encuentra el mismo a dicho valor. La ecuación diferencial es la siguiente:

$$dy(t) = \eta (M - y(t)) dt + \sigma dB(t) \quad (4.5)$$

donde M es el nivel de equilibrio a largo plazo, el promedio $E(y)$, y η es la velocidad a la cual se aproxima a este valor, la varianza $Var(y)$. Resolviendo la ecuación 4.5, donde $y(t)$ se distribuye normalmente se obtienen las siguientes ecuaciones:

$$E[y(t)] = M + (y(0) - M) e^{-\eta t} \quad (4.6)$$

$$Var[y(t)] = (\sigma^2 / 2\eta) * (1 - e^{-2\eta t}) \quad (4.7)$$

La estimación de los parámetros surge del análisis de regresión entre el error $e(t)$ (resultado de la diferencia $Y_t - Y_{t-1}$ para cada instante t) e Y_{t-1}

5.1.2 Resultados

Calculando estos parámetros y proyectando las bandas de confianza de acuerdo a las ecuaciones descriptas anteriormente, se obtiene el siguiente gráfico:

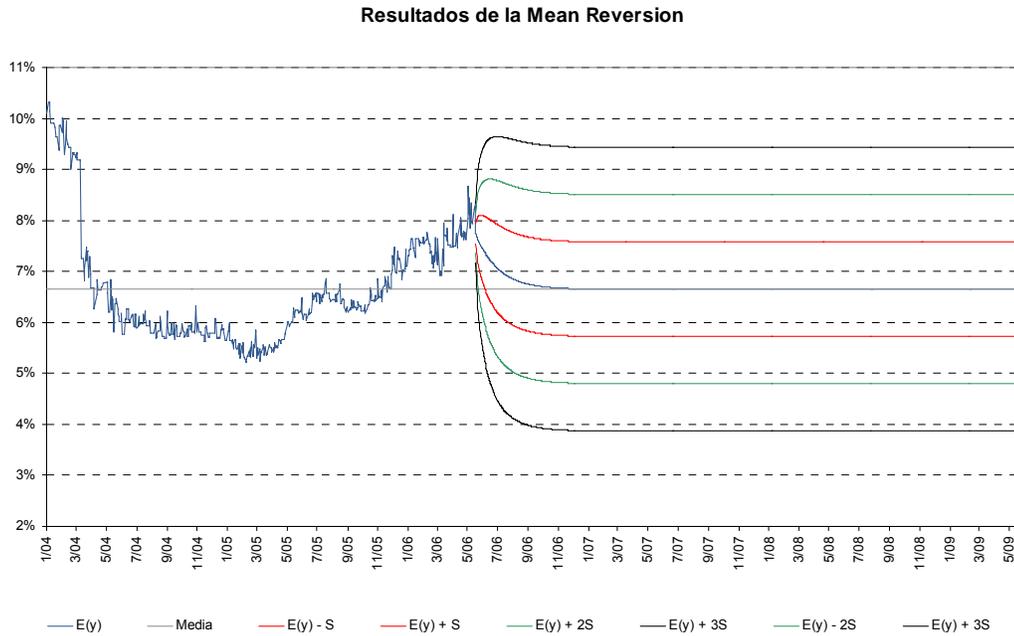


Gráfico 4.2. Resultados de la mean reversion (Fuente: elaboración propia)

Del gráfico anterior se concluye que las tasas de interés para empresas de primera línea tomarán su valor medio histórico calculado con los datos de enero de 2004 a marzo de 2006 que es de 6,65%, aproximadamente en julio de 2007. El valor actual es de 7,76%, no muy alejado de la media, por lo que no tomará mucho tiempo en alcanzarla.

Las bandas de confianza se detallan en la tabla a continuación:

Múltiplos del desvío	Probabilidad	Valor inferior	Valor superior
$\pm 1\sigma$	68,3%	5,72%	7,57%
$\pm 2\sigma$	95,4%	4,79%	8,50%
$\pm 3\sigma$	99,7%	3,87%	9,43%

Tabla 4.7. Resultados de las bandas de confianza (Fuente: elaboración propia)

5.2 Obligaciones negociables

Para realizar la comparación con las obligaciones negociables, el análisis es distinto. Esto radica en la diferencia sustancial de este instrumento ya que se emite en dólares y los fideicomisos analizados son en pesos (los créditos pueden llegar a ser en moneda estadounidense también pero se analizaron sólo los de moneda nacional). Por más que el tipo de cambio sea relativamente estable en los últimos tiempos, existieron variaciones como se demuestra en el

anexo II y el riesgo cambiario siempre existe en un país emergente como la Argentina.

Por otro lado, las emisiones de ONs son las de mayor volumen ya que la mayoría de las principales empresas utiliza este recurso para obtener fondos. Los plazos de pago son en general más extensos para este instrumento también, lo que lo hace poco comparable en términos de tiempo. Las duration, en años, y tasas de algunas de las obligaciones negociables se muestran en la tabla 4.7. Se puede ver claramente que, no sólo las duration son más altas (en los fideicomisos rondan los 3 meses, 0,25 de año), sino que las fechas de maduración de los bonos son a largo plazo. Esto lo indica el nombre del mismo, por ejemplo “Galicia 2010” quiere decir que la obligación de esa empresa vence en el año 2010.

Titulo	YTM	Duration	Fecha de lanzamiento
Galicia 2010	9.06%	1.58	01/01/2004
Galicia 2014	9.56%	4.38	01/01/2004
Galicia 2019	11.57%	9.5	01/01/2004
Hipo 2013	8.26%	4.01	14/01/2004
Hipo 2013 EUR	7.67%	4.09	14/01/2004
Teco 2011	9.98%	3.44	01/01/2004
Teco 2014	7.57%	4.71	01/01/2004
Teco 2014 EUR	6.97%	4.82	01/01/2004
HPDA 2013 2%	12.49%	5.08	16/06/2004
HPDA 2013 5%	9.43%	3.87	16/06/2004
Ausol 2009 7%	12.28%	1.89	15/06/2004
Ausol 2014	13.05%	5.5	15/06/2004
Masher 2012	11.05%	4.43	31/07/2004
Pan American Energy 09	7.24%	2.98	27/10/2004
TGS 2010	8.23%	2.51	15/12/2004
TGS 2013	9.75%	4.5	15/12/2004
Quilmes 2012	7.24%	3.15	03/03/2005
Transener 2015	9.85%	4.59	30/06/2005
Transener 2016	8.81%	6.65	30/06/2005
Capex L+532 2014	10.90%	3.89	21/09/2005
Capex L+100 2014	9.71%	4.2	21/09/2005
Capex 3.50% 2014	10.64%	4.55	21/09/2005
Cablevision 2012	8.42%	3.87	07/10/2005
Cablevision 2015	9.03%	6.39	07/10/2005
Hipo 2010 9.75%	9.11%	3.57	16/11/2005
Personal 2010	8.60%	3.55	22/12/2005
Loma Negra 2013 7.25%	7.93%	5.06	10/03/2006
Hipo 2016	10.02%	5.37	27/04/2006
Edenor 2014	9.38%	5.54	24/04/2006
Edenor 2016	9.09%	6.81	24/04/2006
Edenor 2019	9.60%	7.57	24/04/2006

Tabla 4.7. Algunas obligaciones negociables (Fuente: elaboración propia en base a datos de TPCG)

Por ende, no sería válido comparar tasas en dólares con tasas en pesos ni rendimientos de instrumentos que vencen en 6 meses con otros que lo hacen en 10 años.

Por lo tanto, en la presente sección, cuyos análisis son meramente numéricos, no se estudian las obligaciones negociables. Cuestiones más cualitativas se presentan en las siguientes secciones.

V. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

En la presente sección, se pretende analizar los resultados obtenidos de los tres sistemas de endeudamiento anteriormente presentados para luego poder llegar a las conclusiones de la sección VI.

1. FIDEICOMISOS

Se llega al resultado de tasas demostrado en la tabla 4.6 luego de un modelo de regresión utilizando a la inflación y a las tasas del mes anterior como variables explicativas. La gran mayoría de las emisiones son resultado de la cesión de un fiduciante vinculado al consumo, con créditos personales y cupones de tarjetas de crédito como activo subyacente. Esto se debe, principalmente, a que los fideicomisos en pesos son los únicos que forman parte del análisis. Los que son en dólares cuentan con otros activos subyacentes, también en moneda estadounidense para no correr ningún tipo de riesgo cambiario, poco usuales pero con volúmenes mayores en la emisión. En el gráfico 3.3 se ve claramente que en realidad las emisiones vinculadas al consumo generan un 53% del volumen; esto es, la suma de los créditos personales y los cupones de tarjetas de crédito.

Realizado el análisis del modelo, es necesario observar los resultados de las proyecciones que se efectuaron. Antes que nada, es importante destacar que las proyecciones de inflación utilizadas (en base a lo publicado por FIEL) no son optimistas en cuanto al futuro inflacionario del país. Un índice estándar a nivel mundial, para un país como la Argentina, debería ser de entre 4 y 7%, según el ex-BCRA Javier González Fraga¹⁰. Es decir, del 10% actual, debería ir descendiendo lentamente si uno proyecta a largo plazo cierta estabilidad. En las proyecciones de FIEL, existe esta idea pero la velocidad con que se alcanza un valor estable es lenta y, de alguna manera, intenta ser real ya que sería utópico pensar que de un año a otro el índice descendería a un valor ideal. Esas proyecciones, mostradas en la tabla 4.4, asumen dos años de inflación de un 12,1% y luego otros tantos con un 10,9%.

Para ampliar el alcance del análisis, se agregaron los escenarios que estiman distintos valores de inflación para analizar la variación.

1.1 Tendencias alcistas

Según como se plantea el modelo, estos índices de inflación hacen que el valor al que se llega luego de tres años, para mayo de 2009, es de 13,78% para

¹⁰ Diario El Cronista – 8/8/2005

FIEL, 2,36% para el escenario optimista y 36,39% para el pesimista. Este rendimiento puede parecer, a simple vista, elevado.

En las últimas emisiones de abril de 2006, con un promedio de 12,49%, se observan algunos fideicomisos con valores de más de un 13% y cercanos a un 14%. Como los hay también de 10 y 11 puntos, el promedio es menor. Según las estimaciones de FIEL utilizadas en el modelo, estos valores crecerán levemente hasta llegar a un valor máximo y luego descenderán, fruto de la disminución de la inflación. Para el escenario optimista, en un principio se mantendrán los valores actuales para luego ir descendiendo hasta llegar a un 2,36% (cuando la inflación es 0%). Este valor carece de validez práctica ya que es impensada en la vida real una tasa tan baja. Se cree que con un nivel de inflación tan bajo, los instrumentos como los fideicomisos no serán tan utilizados como lo son ahora. El modelo es válido con niveles de inflación relevantes. Por otra parte, para el escenario pesimista, el valor crece hasta llegar al máximo valor en mayo de 2009 de 36,39%.

Cuando se presenten subas en las tasas, al aumento del retorno para el inversor, los organizadores de los fideicomisos verán un incremento en sus costos de financiamiento. Por ejemplo, aquellos que tienen cupones de tarjetas de crédito como activo subyacente, lo más probable es que ellos también eleven las tasas de interés a sus clientes para conservar su margen de ganancia o renunciarán a parte de esas ganancias y pretenderán acaparar más clientes.

Esto también es en definitiva una razón por la que las tasas pueden perfectamente aumentar. No es sólo la inflación la que las llevará a valores mayores, sino que en un estado cercano al de equilibrio, el fiduciante deberá renunciar a parte de las ganancias por demás elevadas en las que está incurriendo ahora. Por el momento, al inversor le sigue sirviendo colocar su dinero al 12% a 6 meses, pero en un futuro se cree que será más seleccionador y demandará más retorno como lo señala Norberto Mathys¹¹. Esto también es propio de la novedad del instrumento.

1.2 Tendencias bajistas

Por otro lado, el consumo en general del país creció vigorosamente los últimos años. Parte por la recuperación económica misma del país y otra parte, también ligada a la primera, es que la sociedad volvió a animarse a comprar en cuotas, realizar depósitos y confiar en el sistema financiero, tal cual lo muestra

¹¹ Fuente: El Cronista, op. cit.

el anexo V. Quizás sobrepasar una crisis en donde nadie se animaba a gastar por la incertidumbre que existía es una de las causas por este aumento del consumo. Si sucede esto, en el futuro el consumo retomaría valores normales, disminuyendo las emisiones en fideicomisos. Además, a largo plazo, haría que los fiduciantes atraigan consumidores a sus locales reduciendo los valores de tasas de interés que cobran tanto por créditos personales como por tarjetas de crédito. Ello recaería en una disminución en las tasas de corte de los fideicomisos.

Otro factor que puede incidir en hacer descender las tasas de corte es que las proporciones de activos subyacentes cambien completamente. Como se mencionó anteriormente, las tarjetas de crédito y los créditos personales hoy en día son los activos más usuales en las últimas emisiones. El rendimiento de estos activos es elevado y por ello los fiduciantes pueden pagar un doce o trece por ciento entre los colocadores. Sin embargo, si los activos pasan a ser en su mayoría títulos públicos o derechos de cobro en moneda extranjera, o cualquier otro que no tenga los rendimientos elevados de las tarjetas de crédito, las tasas de corte irían disminuyendo ya que el fiduciario no podría mantener los niveles actuales de rendimiento.

2. CRÉDITOS

Como se expuso anteriormente, el modelo de mean reversion utilizado supone una “commoditización” de las tasas de interés, justificada en más de una publicación de economistas reconocidos. Esto intenta asegurar que los valores de tasas rondarán el promedio calculado de los últimos años de 6,65%. Es necesario volver a remarcar que estos valores corresponden a empresas de primera línea, por lo que para empresas más pequeñas, habría que pensar en una tasa mayor, ya que implica más riesgo, tal cual se presentó anteriormente.

2.1 Tendencias alcistas

Como primera aproximación, se podría decir que la inflación afecta también los valores de tasas de interés para préstamos corporativos. Desde aproximadamente mayo de 2005, los valores de las mismas comenzaron a crecer, hasta el día de hoy. Esto puede llegar a ser por cuestiones inflacionarias. Por más que un modelo de regresión no ajuste con los datos, como se expuso en su oportunidad, la inflación sí va a influir a cualquier tipo de préstamo de terceros.

Otra tendencia a la suba de estos valores de tasas es el riesgo de que el país entre en default. En caso de que la Argentina eventualmente no cumpla sus obligaciones con las entidades crediticias internacionales, sea la razón que fuere, a las empresas nacionales les va a costar más conseguir financiamiento. Sobretudo porque las mismas también se endeudan en el exterior (Nota: el valor de las tasas expuestas son para créditos en pesos a 30 días).

Un cese en el nivel de actividad, o mismo una recesión económica, como la vivida a partir de 1998 en nuestro país (que terminó con una crisis en 2001) haría que las tasas aumenten. Incluso esto puede estar motivado por alguna crisis en otro país como sucedió con México, Brasil, sudeste asiático, etc.

2.2 Tendencias bajistas

Si los valores de inflación descendiesen en el corto plazo, y la confianza en el sistema financiero aumentase, podría llegar a haber una baja en las tasas de interés para préstamos.

En el corto plazo, no se espera que descendan los valores de tasas. Esto se fundamenta en las perspectivas inflacionarias para lo que resta del presente año, más allá de las proyecciones de FIEL para los siguientes períodos. Sin embargo, según el modelo de mean reversion, las tasas deberían disminuir. Es necesaria entonces una valoración subjetiva al modelo, más allá de los valores numéricos que arroja el mismo. Es decir, por más que los resultados del modelo estimen una baja, es muy poco probable que la misma suceda, al menos en el corto plazo, como afirma el mismo.

3. OBLIGACIONES

Tal cual se expone anteriormente, el análisis de las obligaciones no es numérico. Por ende, no tiene sentido analizar valores ni tendencias de las tasas ya que sólo se presentaron algunos valores y no se cuenta con suficiente información como para proyectar. Sin embargo, es un vehículo muy utilizado por las empresas locales.

3.1 El default

En los últimos años de la década de los noventa, muchas empresas argentinas se endeudaron en moneda extranjera a bajas tasas de interés y colocaron sus

obligaciones en distintos mercados. Con la devaluación de 2002, aquellas empresas que tenían obligaciones en dólares y no pudieron afrontarlas con sus acreedores, tuvieron que renegociar sus deudas. Esto implica muchas veces la sustitución de títulos viejos por obligaciones nuevas con algunas condiciones cambiadas y muchas veces algún porcentaje de quita, según el caso. En el caso particular de las empresas de servicios, por ejemplo, no sólo tuvieron que lidiar con costos en dólares e ingresos en pesos, como el resto de las empresas, sino que además contaban con tarifas congeladas por el gobierno. Muchas de estas empresas tuvieron que renegociar su deuda para el 2002 por cuestiones cambiarias principalmente. Los valores más altos de tasas de interés para obligaciones se pueden ver en las que se emitieron por esas épocas, por ejemplo la empresa Impsa (Industrias Metalúrgicas Pescarmona SA), lanzó en mayo de ese año dos obligaciones: “Impsa 2007” e “Impsa 2011” con rendimientos de 54 y 17%, por demás altos, sobretodo el primero. Incluso fue lo que se denomina una “oferta de canje bajo stress”¹². Otro ejemplo de una empresa que renegó su deuda es Multicanal que debía 450 millones de dólares y realizó lo siguiente:

- recompró 30 millones con una quita del 70% (es decir, gastó sólo 9 millones)
- no pagó los intereses caídos desde el default
- hasta llegar a los 100 millones, lanzó un bono a 10 diez años con tasa muy baja
- los otros 350 millones los canjeó por acciones de la compañía y un título a siete años a tasa flotante.

Esto es un ejemplo de una renegociación de deuda. Por otra parte, en esos momentos aparecieron los denominados fondos buitres que compraban títulos de empresas en etapa de renegociación para tener una mayor participación en la empresa y lograr controlarla (como sucedió con el fondo W.R: Huff con la empresa CableVisión)¹³. Las empresas temieron en muchos casos perder el control de sus propias compañías ya que si iban a la quiebra, los accionistas originales difícilmente podían recuperarla ingresando, por ejemplo, capitales del exterior para adquirir esa quiebra ya que una salida de ese tipo puede entenderse judicialmente como quiebra fraudulenta. Distinto fue el caso de los fondos especulativos ya que éstos sólo intentaban obtener ganancias rápidamente.

¹² Standard & Poor's – 03/07/02

¹³ Diario Clarín – 24/04/03

3.2 Riesgo asociado

Como se expuso anteriormente, el riesgo de emitir obligaciones en dólares reside principalmente en el descalce que puede ocurrir ante un eventual giro en la política cambiaria. Esto fue lo que sucedió en Argentina en 2002 con la devaluación del peso. Es por ello, que las empresas que emiten títulos en moneda extranjera tienen que tener en cuenta este riesgo implícito.

Por otro lado, si el país se declara en default, o cesación de pagos, más allá de su política cambiaria, seguramente se deba a una crisis o una recesión importante, lo que hará más dificultosa la colocación de títulos por parte de las empresas locales. Esto implicará valores de tasas de interés más altas a pagar entre los inversores para atraerlos, lógicamente.

El riesgo país es un indicador, elaborado por entidades financieras como JP Morgan y Moody's, que intenta medir el riesgo de un país para las inversiones extranjeras. Para calcular el riesgo país de la Argentina por ejemplo, se realiza la diferencia de tasas entre un bono público y uno del Tesoro de los Estados Unidos.

Por ende, el riesgo país es un indicador que sirve para estimar el grado de cumplimiento que tiene un país con sus obligaciones. No es precisamente un perfecto indicador acerca de cómo cumplen las empresas de ese país, pero sí da una idea aproximada. De todas formas, los inversores internacionales consultan este valor a la hora de realizar sus inversiones. Si el mismo aumenta, ellos exigirán mayores tasas para colocar su capital.

3.3 Perspectivas

El valor actual del riesgo país es de alrededor de 350 puntos básicos (esto significa que los bonos del estado poseen un rendimiento de 3,5% por encima de los bonos norteamericanos). Es de los valores más bajos de los últimos años.

La tasa de cambio nominal se encuentra en alrededor de 3,10\$/US\$ y según la consultora "Ecolatina" permanecerá alrededor de ese valor hasta fines de año.

Con estos dos pilares, tasa de cambio y riesgo país, en los niveles actuales, no se esperan variaciones importantes en las tasas de interés de las obligaciones negociables en el período considerado.

4. RESUMEN DE RESULTADOS

A modo de resumen, se presenta la tabla 5.1.

Característica	Fideicomisos	Créditos	Obligaciones
Duration promedio aproximada (en años)	0,32	(sin datos)	4,5
Riesgo del inversor	Muy bajo	Medio alto	Medio
Volumen en el mercado	Bajo	Alto	Alto
Moneda principal de emisión	Pesos	Pesos	Dólares
Mercado operador	Concentrado	Atomizado	Levemente concentrado
Nivel de información pública disponible de la emisión	Medio	Bajo	Alto
Posible variable explicativa	Inflación y valores de tasas anteriores	Inflación y riesgo país	Tasa de cambio y riesgo país

Tabla 5.1. Resumen sistemas de endeudamiento (Fuente: elaboración propia)

VI. CONCLUSIONES

Situación actual

Con respecto a los fideicomisos financieros, sólo se ha analizado hasta el momento su rendimiento pasado y su proyección a futuro en base a estimaciones. No se han proyectado los volúmenes de emisión, que es un indicador que mide si el instrumento crecerá, se mantendrá en los niveles actuales o descenderá. Los valores de tasas proyectadas a través del modelo de regresión lineal hallados, se analizaron en la sección V.

Como se pudo evidenciar en las primeras secciones del presente trabajo, el volumen emitido de fideicomisos desde la crisis de 2001/02 crece vertiginosamente. La figura del fideicomiso se sobrepuso a la rotura del sistema financiero sin sobresaltos, no hubo ningún problema con los inversores ni quitas de ningún valor (como si sucedió con obligaciones de varias empresas en el mercado de capitales local).

Como se expuso anteriormente, las empresas que realizan fideicomisos son las que colocan activos con rendimiento a futuro en el mismo. Con los valores de tasas que se evidenciaron en el presente trabajo y los valores de rendimientos de los activos subyacentes, los fideicomisos no son un costo de financiamiento sino más bien un negocio. La pregunta usual que suele evidenciarse es: ¿por qué debe ser *rentable* conseguir fondos de terceros cuando siempre fue un costo?

Es evidente entonces que la empresa que emite un fideicomiso debe ser aquella que en su propia actividad genere activos con un rendimiento a futuro. Por ende, la cantidad de empresas que pueden llegar a emitir fideicomisos es reducida. Aparte de las entidades financieras, que cuentan con una amplia variedad de activos, los retailers son las empresas que mejor cumplen con esta condición y las que han impulsado el vertiginoso crecimiento de los últimos años.

Por ende, puede pensarse al volumen de emisiones como una proporción casi constante, que se corresponde con las que realizan las entidades financieras, y otra parte variable, que se relaciona con los retailers. Ésta última sección es la que más ha crecido en los últimos años, más que la primera. Principalmente, motivada por el consumo que ha hecho que las ventas en los locales como “Garbarino”, “Frávega”, “Red Megatone” y demás, alcancen niveles récord.

Esto es importante de recalcar ya que, como se explicó al inicio del presente trabajo, se intenta no sólo estimar valores futuros de tasas de interés sino también encontrar sistemas de financiamiento más acordes con determinados tipos de empresas, según su actividad.

Perspectivas a futuro

La distinción entre estas dos secciones del volumen de emisiones tiene sentido si se quiere prever lo que puede llegar a ocurrir en el futuro y de alguna manera continuar con lo que se realizó anteriormente con las tasas de rendimiento.

Como se ha visto, hay una alta proporción de emisiones correspondientes a empresas ligadas al consumo, ya sean los mismos retailers o las tarjetas de crédito asociadas a los mismos (como Tarjeta Shopping, Tarjeta Naranja, etc). Debido a los ciclos propios del consumo, tal cual se puede ver en el anexo VI, hace que las emisiones de los fideicomisos varíen ya que de él dependen muchos de los créditos que se otorgan.

Como análisis que no ha sido parte del presente trabajo puede decirse que el volumen de emisiones no ha sido tenido en cuenta para el modelo de regresión. A futuro puede ocurrir que las emisiones se incrementen de tal manera que haga que las tasas bajen por debajo de la inflación, como ocurre con los plazos fijos por ejemplo.

Por otra parte, puede pensarse en activos subyacentes que aún no han formado parte de los fideicomisos. En el futuro quizás otros sectores que actualmente no ceden derechos de cobro comienzan a hacerlo para hacer negocios como lo hacen los retailers. Por ejemplo, en el campo es muy bajo el uso que se le da al mercado de futuros y opciones con el cereal y quizás se le encuentra la manera de hacer que estos instrumentos se combinen con el fideicomiso financiero. O mismo la hacienda que se inverte en un campo es un derecho a cobro futuro. Todas estas alternativas pueden llegar a ser interesantes si el mercado de fideicomisos evoluciona de manera favorable.

Relación empresa - sistema de financiamiento

Como se expuso con anterioridad, los fideicomisos parecen ser el sistema de financiamiento ideal para empresas de retail. En la medida en que los consumidores continúen pagando las cuotas de las tarjetas de crédito, estas empresas no sufrirán inconvenientes en seguir emitiendo fideicomisos.

En cuanto a las empresas que pueden emitir obligaciones negociables, deben considerarse aquellas que podrían afrontar distintos escenarios de tipo de cambio, más que nada esto incluye a las multinacionales. Sin embargo, es importante destacar que para las empresas de servicios siempre existe el riesgo del descalce cambiario entre los ingresos pesificados y costos dolarizados, como ocurrió en 2001-2002. Incluso empresas multinacionales

tuvieron que renegociar sus obligaciones porque en ese escenario no podían seguir. Por otra parte, los plazos de emisión de ON son en general más largos que el resto de los sistemas de endeudamiento por lo que requiere previsión y, por sobre todo, estabilidad. Es difícil en un país como Argentina estimar cómo se encontrará la economía nacional en un par de años. Por ende, las empresas más adecuadas para emitir obligaciones negociables son un número acotado.

Los créditos corporativos son la herramienta más común para obtener fondos de terceros. Cualquier empresa que comienza creciendo y necesita expandirse no tiene muchas alternativas para conseguir financiación, siempre y cuando sus socios no quieran renunciar a su participación. Normalmente ellos ya han terminado con sus recursos y no tienen la infraestructura como para recurrir a formas de financiamiento más complejas como acciones y ONs.

Por ende, los créditos seguirán siendo la herramienta más común y frecuente ante la necesidad de fondos de terceros de la mayoría de las empresas argentinas.

VII. ANEXOS

ANEXO I. RESULTADOS DE LA REGRESIÓN PARA FIDEICOMISOS CON LA INFLACIÓN Y EL TIEMPO COMO VARIABLES EXPLICATIVAS

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.730745
Coefficiente de determinación R ²	0.533989
R ² ajustado	0.496708
Error típico	0.013808
Observaciones	28

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	2	0.00546	0.002730762	14.32339387	7.161E-05
Residuos	25	0.00477	0.00019065		
Total	27	0.01023			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	0.064153	0.00678	9.457535584	9.76216E-10	0.0501827	0.07812357
Variable X 1 (inflación)	-0.10094	0.10528	-0.958866061	0.346808431	-0.317763	0.11587321
Variable X 2 (tiempo)	0.002059	0.00049	4.168862544	0.000320772	0.001042	0.003076723

Tabla A.1. Resultados de la regresión (Fuente: elaboración propia)

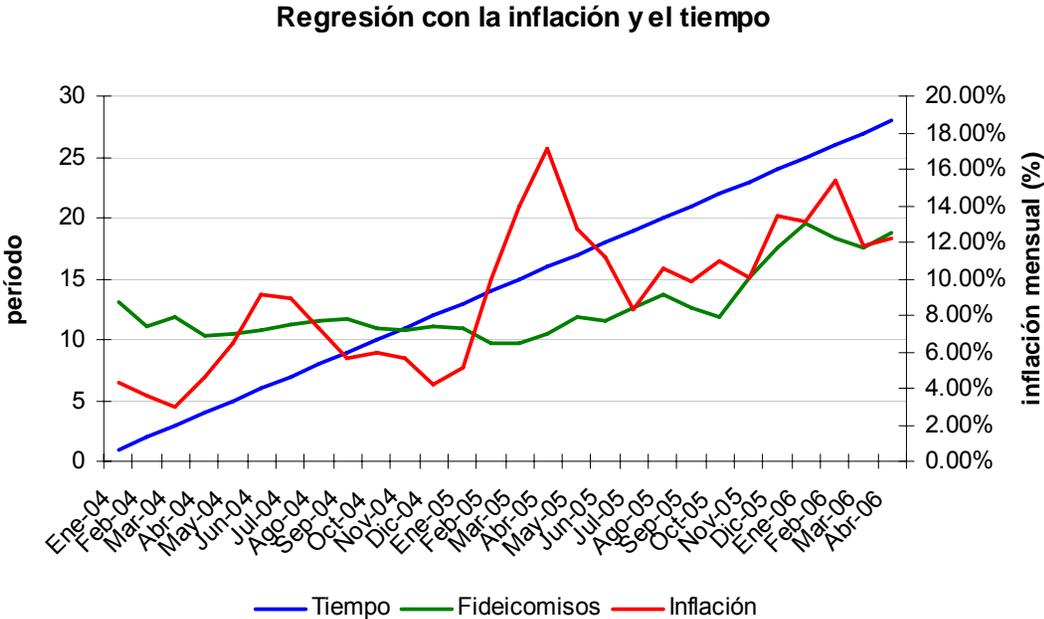


Gráfico A.1. Valores históricos usados para ensayar el modelo de regresión (Fuente: elaboración propia con datos del BCRA e INDEC)

ANEXO II. RESULTADOS DE LA REGRESIÓN PARA FIDEICOMISOS CON LA TASA DE CAMBIO COMO VARIABLE EXPLICATIVA

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.700990748
Coefficiente de determinación R ²	0.491388029
R ² ajustado	0.47182603
Error típico	0.014144819
Observaciones	28

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0.005025811	0.005025811	25.11952036	3.2563E-05
Residuos	26	0.005201974	0.000200076		
Total	27	0.010227785			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0.54947107	0.126586982	-4.34066019	0.000191434	-0.80967451	-0.28926764
Variable X 1	0.214927057	0.042883026	5.011937785	3.2563E-05	0.126779678	0.303074437

Tabla A.2. Resultados de la regresión (Fuente: elaboración propia)

Regresión con la tasa de cambio

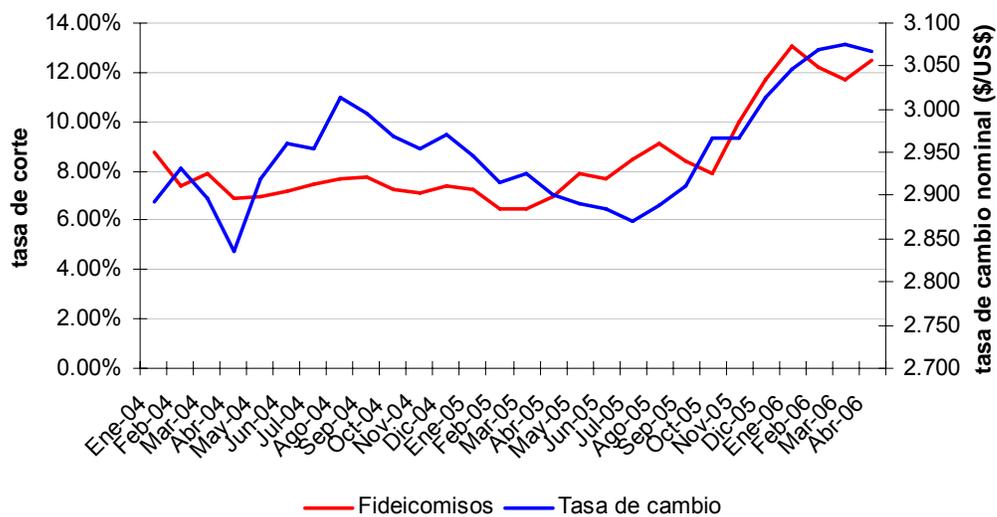


Gráfico A.2. Valores históricos usados para ensayar el modelo de regresión (Fuente: elaboración propia con datos del BCRA e INDEC)

Mes	Tasa de cambio nominal
Ene-04	2.89
Feb-04	2.93
Mar-04	2.90
Abr-04	2.84
May-04	2.92
Jun-04	2.96
Jul-04	2.96
Ago-04	3.01
Sep-04	3.00
Oct-04	2.97
Nov-04	2.95
Dic-04	2.97
Ene-05	2.95
Feb-05	2.92
Mar-05	2.93
Abr-05	2.90
May-05	2.89
Jun-05	2.88
Jul-05	2.87
Ago-05	2.89
Sep-05	2.91
Oct-05	2.97
Nov-05	2.97
Dic-05	3.01
Ene-06	3.05
Feb-06	3.07
Mar-06	3.08
Abr-06	3.07
May-06	3.05
Jun-06	3.08

Tabla A.3. Tasa de cambio nominal (Fuente: elaboración propia con datos del BCRA)

ANEXO III. RESULTADOS DE LA REGRESIÓN PARA EMISIONES DE FIDEICOMISOS CON EL PBI COMO VARIABLE EXPLICATIVA

Mes	Emisiones MM\$	PBI MM\$
Ene-04	10	130,939
Feb-04	50	130,939
Mar-04	40	130,939
Abr-04	140	158,071
May-04	15	158,071
Jun-04	210	158,071
Jul-04	115	150,693
Ago-04	110	150,693
Sep-04	100	150,693
Oct-04	180	157,155
Nov-04	277	157,155
Dic-04	327	157,155
Ene-05	130	152,255
Feb-05	150	152,255
Mar-05	620	152,255
Abr-05	300	184,137
May-05	150	184,137
Jun-05	310	184,137
Jul-05	420	181,409
Ago-05	350	181,409
Sep-05	280	181,409
Oct-05	460	191,450
Nov-05	1346	191,450
Dic-05	621	191,450
Ene-06	1100	189,598
Feb-06	487	189,598
Mar-06	382	189,598
Abr-06	435	189,598

Tabla A.4. PBI por mes suponiendo evolución uniforme dentro de cada trimestre y volúmenes emitidos en fideicomisos, ambos en millones de pesos (Fuente: elaboración propia con datos del BCRA y Gainvest)

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.640607229
Coefficiente de determinación R ²	0.410377622
R ² ajustado	0.387699839
Error típico	240.6272711
Observaciones	28

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	1047786	1047786	18.09602	0.00024
Residuos	26	1505439	57901.48		
Total	27	2553225			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-1288.445237	382.1238	-3.3718	0.002346	-2073.91	-502.978
Variable X 1	0.009663064	0.002272	4.253942	0.00024	0.004994	0.014332

Tabla A.5. Resultados de la regresión (Fuente: elaboración propia)

ANEXO IV. RESULTADOS DE LA REGRESIÓN PARA CRÉDITOS CON LA INFLACIÓN COMO VARIABLE EXPLICATIVA

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,281975
Coefficiente de determinación R ²	0,0795099
R ² ajustado	0,0441064
Error típico	0,0109566
Observaciones	28

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,0002696	0,0002696	2,2458228	0,1460201
Residuos	26	0,0031212	0,00012		
Total	27	0,0033908			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	0,074312	0,0057969	12,819332	9,564E-13	0,0623964	0,0862277
Variable X 1	-1,1002673	0,7341933	-1,498607	0,1460201	-2,6094243	0,4088898

Tabla A.6. Resultados de la regresión (Fuente: elaboración propia)

Regresión entre inflación y tasas de interés de créditos

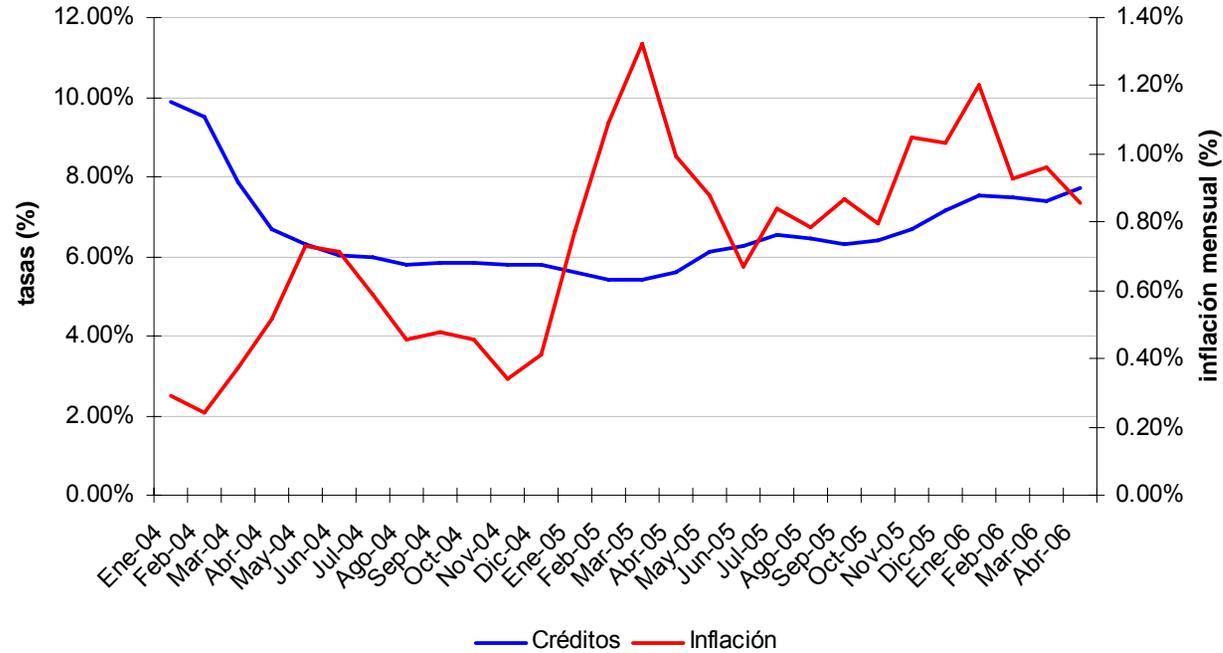


Gráfico A.3. Evolución histórica de las tasas de interés de los créditos corporativos y su posible explicación a través de una regresión con valores de inflación (Fuente: elaboración propia con datos del BCRA e INDEC)

ANEXO V. DEPÓSITOS EN EFECTIVO EN ENTIDADES FINANCIERAS

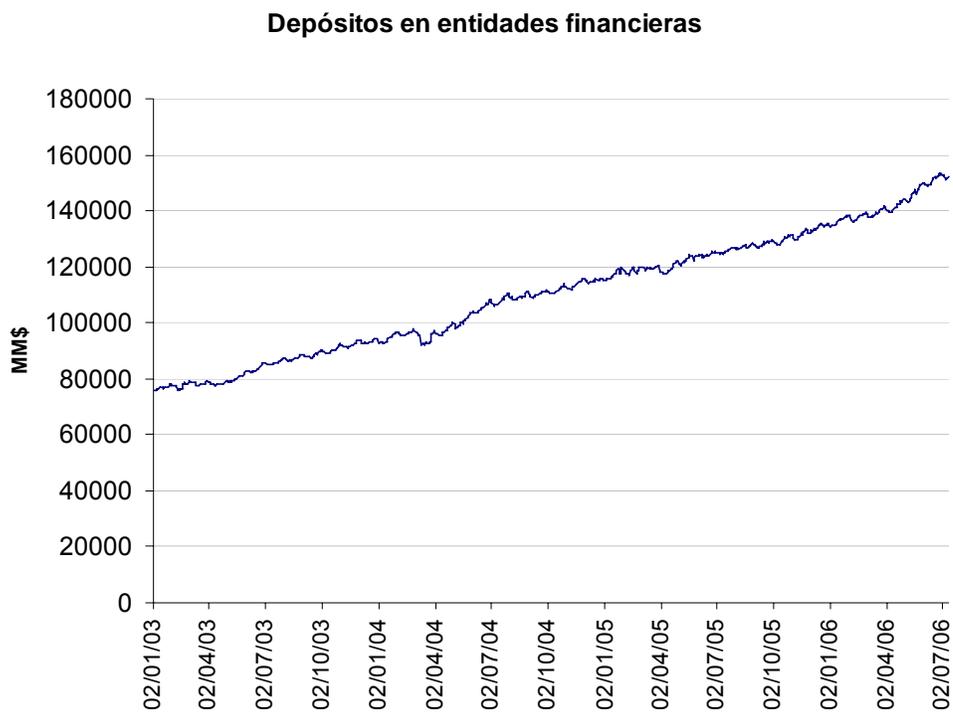


Gráfico A.4. Depósitos en efectivo en entidades financieras (Fuente: elaboración propia con datos del BCRA)

ANEXO VI. CONSUMO ELECTRODOMÉSTICOS Y ARTÍCULOS PARA EL HOGAR

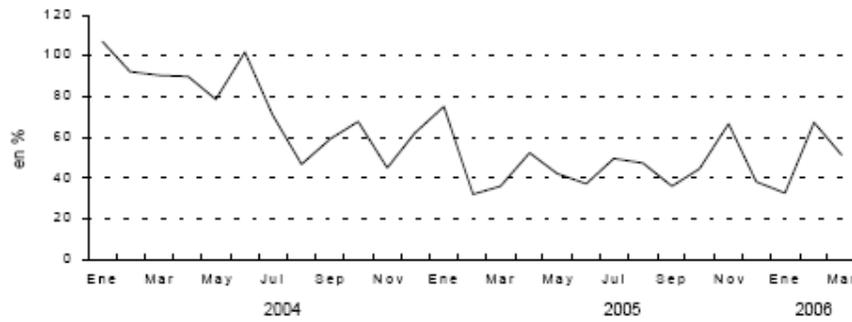


Gráfico A.5 Ventas a precios constantes. Variación porcentual respecto a igual período del año anterior (Fuente: INDEC)

VIII. BIBLIOGRAFÍA

1. BIBLIOGRAFÍA

1.1 Libros

- García, Roberto M. 2004. Inferencia Estadística y Diseño de Experimentos. 734 páginas. Editorial Eudeba. ISBN 950-23-1295-3.
- Kenny, Mario O. 2005. Titulización y Fideicomiso Financiero. 240 páginas. Editorial Errepar. ISBN 987-01-0323-5

1.2 Artículos

- “Inflación: polémica por el regreso de un fantasma” – Clarín – 15/01/06
- “Inflación: ¿es peor el remedio” – El Cronista – 08/08/05
- “Las previsiones de crecimiento ya duplican las del presupuesto” – InfoBAE – 05/05/06
- “Tipo de cambio elevado sí, aumento de reservas no tanto” – El Economista – 23/06/06
- “Emisión y reestructuración de obligaciones negociables “ – Marcelo Avella, miembro de la Comisión de Estudios sobre el Mercado de Capitales – 08/09/03
- “Crisis Financiera en Argentina: Standard & Poor's explica la aplicación de su metodología para analizar sobre incumplimientos y otras situaciones de stress” – Standard & Poor's – 03/07/02
- “Mean Reversion of Short-run Interest Rates in Emerging Countries” – Bertrand Candelon y Luis A. Gil-Alana – 2006
- “Informe sobre fideicomisos financieros” – Banco Central de la República Argentina – 16/03/06
- “Argentina corporate performing debt” – TPCG Research – 19/05/06
- “Inflación: ¿es peor el remedio?” – Javier González Fraga – 08/08/05

- “Los fideicomisos alcanzarán los \$10.000 millones este año” – Entrevista a Norberto Mathys del diario El Cronista – 09/05/06
- “La Bolsa trabaja en un esquema de normas propias para la emisión de fideicomisos” – Diario El Cronista – 13/05/06

1.3 Internet

- <http://www.cnv.gov.ar>
- <http://www.mecon.gov.ar>
- <http://www.indec.mecon.ar>
- <http://www.invertironline.com>
- <http://www.econlink.com.ar>
- <http://www.gainvest.net>
- <http://www.soler.com.ar>
- <http://www.bolsacba.com.ar/default.aspx?idZona=165>
- <http://www.pemesa.com.ar/fideicomisos.htm>
- http://proyectosdeit.com.ar/home.php?pagina=contenidos.php&id_seccion=&id_contenido=182
- <http://www.nicholsonycano.com.ar/>