



UNIVERSIDAD
AUSTRAL

MAESTRIA EN FINANZAS: FIDEICOMISO FINANCIERO

Marco Teórico y Caso

Autor: Gabriel Andrés Godoy Pérez
Directora de Tesis: Daniela Aldasoro

2020

Índice

INTRODUCCION	2
CAPITULO I	3
FIDEICOMISO: ORÍGENES, CONCEPTOS, CLASIFICACIÓN.	3
1.1. Antecedentes históricos	3
1.2. Antecedentes en América	4
1.3. Antecedentes en Argentina	4
1.4. Definición legal del Fideicomiso	5
1.5. Marco administrativo:	6
1.6. Tipos de fideicomisos	7
a) Fideicomiso común	7
b) Fideicomiso financiero	7
c) Fideicomiso de administración	7
d) Fideicomiso de garantía	7
CAPITULO II	9
FIDEICOMISO FINANCIERO	9
2.1. Definiciones	9
De acuerdo al Código Civil	9
De acuerdo a la ley 24.441	10
De acuerdo a la CNV	12
2.2. Instrumentación	12
2.3. Atributos Del Fideicomiso Financiero	13
2.4. Virtudes Del Fideicomiso Financiero	14
LA SECURITIZACIÓN	16
2.5. Concepto	16
2.6. Categorías de títulos valores respaldados con activos	19
2.7. Sujetos en el proceso de securitización	21
Sujetos necesarios	21
Sujetos secundarios	22
CASO DE ESTUDIO	23
3.1. INTRODUCCIÓN	23
3.2. SÍNTESIS DE LOS TERMINOS Y CONDICIONES DEL FIDEICOMISO FINANCIERO “TRANSPORTES ROSARIO”	23
3.3. SÍNTESIS DE LAS CONDICIONES DE EMISIÓN DE LOS VALORES DE DEUDA FIDUCIARIA TRAMO I	28
Conclusiones	51
Bibliografía	53

INTRODUCCION:

En la presente, se analizará brevemente el marco conceptual del Fideicomiso y Fideicomiso Financiero, yendo desde sus orígenes a su forma actual, mostrándolo como una alternativa de financiamiento y su utilidad para resolver problemas financieros, activar la inversión y favorecer el crecimiento.

Además, repasaremos la normativa de nuestro país, teniendo en cuenta algunas regulaciones y limitaciones, comentando algunas de las distintas alternativas que puede tomar esta figura.

Por último, se procederá al estudio de un “Caso” específico, un fideicomiso financiero constituido por una empresa de transporte semipública, comentando los problemas que atraviesa. Observando la operatoria desde su inicio, haciendo un muy breve resumen de su prospecto, hasta llegar al pago de los servicios.

Se revisará la factibilidad financiera, tasa de interés, riesgo, modo de subasta y pago real de los tres primeros servicios, contrastando la realidad con lo planeado anteriormente.

Luego, se mostrarán las conclusiones.

CAPITULO I:

FIDEICOMISO: ORÍGENES, CONCEPTOS, CLASIFICACIÓN.

1.1. Antecedentes históricos

El fideicomiso tiene sus orígenes en dos lugares diferentes:

- El *trust anglosajón*, en el siglo XII, consistía en transferir el dominio de los bienes a quien estuviera legitimado para adquirirlos, asumiendo la obligación de poseerlo en beneficio de un tercero. Su objeto era eludir las restricciones de libre disposición y utilización de bienes inmuebles vigentes. Esta figura evoluciona en el tiempo, y actualmente tiene gran difusión en países germánicos. Se lo utiliza en el mercado bancario para operaciones de financiación de todo tipo, consolidaciones de deuda, sindicación de acciones, etc.
- La *fiducia romana*, del año 200 A.C., surge ante el impedimento legal de realizar algunos actos jurídicos. Se utilizaba para facilitar la seguridad del cobro de un crédito o confiar la administración de una hacienda. Luego, nace el fideicomiso utilizando la transmisión mortis causa, con este instrumento se eludían las múltiples incapacidades hereditarias del derecho romano.

Según (Colombo, 1995) ¹, se introdujo con dos objetos:

- facilitar los actos de última voluntad buscando un medio del que dispusieran de sus bienes los peregrinos o quienes por otras causas no pudieran hacer el testamento romano;
- hacer llegar las herencias a las personas incapacitadas por ley para ser herederas, puesto que merecen ser remuneradas por los servicios que habían prestado a los testadores.

Según (Rodríguez Azuero, 2005), la diferencia entre el *trust anglosajón* y la *fiducia romana*, consiste en que el primero opera dentro de una estructura no vigente en los países de Latinoamérica por la cual se predica en relación a un mismo bien la existencia de dos propietarios, uno legal y otro beneficiario. En contrario de la *fiducia romana*, que el fiduciante al traspasar los bienes, queda desprotegido legalmente, porque transmite todas las facultades del dominio sobre la cosa, exponiéndose al abuso del fiduciario; con lo cual en esta figura no se admiten dos propietarios sobre un

¹ De acuerdo al informe del dictamen de la minoría, del Proyecto de Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción (13-PE-1994), se atribuye, por algunos el origen de los fideicomisos en los derechos griego y egipcio y luego transmitido al derecho romano por los dos anteriores.

mismo bien, tal como sucede con el *trust anglosajón*.

1.2. Antecedentes en América

Estados Unidos fue el primero en acoger el *trust anglosajón*, luego lo adapta a sus leyes y posteriormente lo lleva a México.

Según (Colombo, 1995) “la mejor demostración de las posibilidades del fideicomiso para aplicarlo a las comunidades latinas dentro del sistema romanista o de derecho civil, está dado por la Ley del estado de Louisiana”²

La recepción latinoamericana se ha desarrollado a través de la ley mexicana, debido a las importantes inversiones que Estados Unidos realizaba en ese país:

- la construcción de ferrocarriles,
- explotación de minas,
- desarrollo de la energía eléctrica, entre otras.

Con el correr del tiempo se adoptó en México el *trust angloamericano* al derecho local. El resto de los países latinoamericanos siguieron los pasos de México de distintas maneras y crearon leyes internas para regular la aplicación del Fideicomiso.

1.3. Antecedentes en Argentina

En nuestro país se perfecciona a través de un contrato y está regulado por la Ley N° 24.441 "Financiamiento de la vivienda y la construcción" (artículos 1° a 26° inclusive). En esta ley, la figura es considerada segura y aplicable a una gran variedad de asuntos en razón de sus características y ventajas comparativas. Además, acercó la construcción a los mercados de capitales, para proveer a los agentes económicos de un vehículo apto para procesos de “securitización”, concepto que luego se explica.

Se necesitaba un instrumento para que los bienes transmitidos no se confundan con el propio patrimonio del fiduciario y que no estuviera a disposición de los acreedores del mismo, como tampoco podría ser alcanzado por los acreedores del transmitente de los activos financieros incorporados al nuevo patrimonio así conformado.

Para responder a esta necesidad, la ley permite la combinación del contrato de fideicomiso y del artículo 2662 del Código Civil³, norma que da por terminada la discusión acerca de la vigencia del dominio fiduciario afirmando su existencia positiva

² Louisiana es el único estado de los Estados Unidos que posee derecho civil codificado.

³ TITULO VII Del dominio imperfecto Art. 2.662. Dominio fiduciario es el que se adquiere en razón de un fideicomiso constituido por contrato o por testamento, y está sometido a durar solamente hasta la extinción del fideicomiso, para el efecto de entregar la cosa a quien corresponda según el contrato, el testamento o la ley. (Artículo sustituido por art. 73 de la Ley N° 24.441 B.O. 16/1/1995.)

en nuestro ordenamiento. A esos fines nuestro país cuenta con la figura latinoamericana del fideicomiso “sui generis”, que no es más que una consecuencia de no poder adoptar el *trust anglosajón* en los países de tradición jurídica romana como el nuestro.

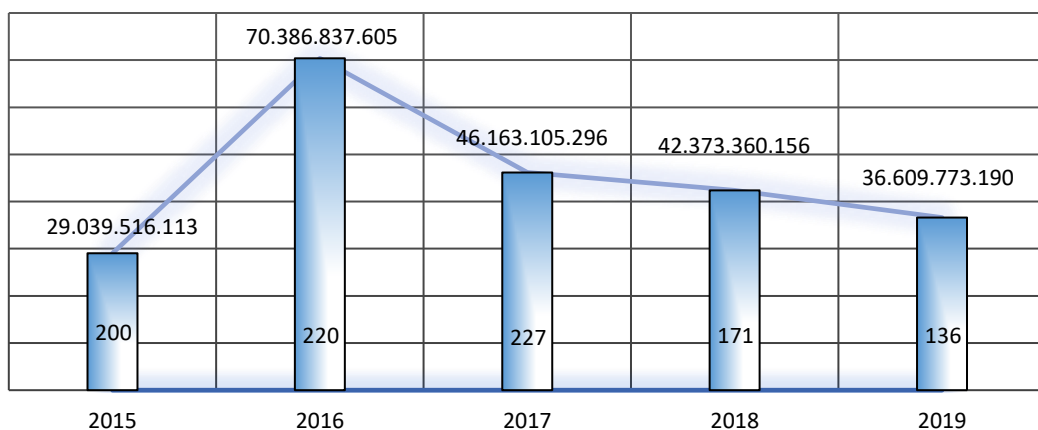
El *trust anglosajón* requiere para existir el denominado “sistema de la doble propiedad”, concepto inaceptable para el derecho civil de raíz continental, para el cual el carácter principal del dominio no es otro más que la exclusividad; este fideicomiso “sui generis”, se diferencia del *fideicommissum romano* y del *trust anglosajón*.

Luego del 2001, tras la crisis y el corralito de los bancos, los fideicomisos se transformaron en una de las inversiones más seguras. En 2002, la constitución de fideicomisos tuvo un crecimiento muy importante, los inversores colocaron dinero y tuvieron un nivel casi total de cumplimiento en los pagos.

Sin embargo, no fueron infalibles a las constantes crisis que golpearon el mercado de capitales, desde el conflicto agropecuario del 2009, se prefieren plazos relativamente cortos de emisión y predomina el rendimiento variable.

En los últimos años, crece constante y sostenidamente, ampliando su implementación a distintos sectores, y permite disponer de mayor variedad de opciones a la hora de invertir en ellos y además genera nuevas formas de utilizarlo a favor del desarrollo productivo de nuestro país, luego, durante 2018 y 2019, la situación del país hace que decrezcan a niveles de años anteriores.

Monto y Cantidad de FF en Argentina.



Fuente: Elaboración Propia con datos de CNV - Emisiones de Fideicomisos Financieros

1.4. Definición legal del Fideicomiso

En el artículo 1666 del Código Civil y Comercial unificado se define al contrato de fideicomiso: "Hay contrato de fideicomiso cuando una parte, llamada Fiduciante, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona

denominada Fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de otra llamada Beneficiario, que se designa en el contrato, y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario."

Aquí vemos que se define al fideicomiso como un contrato y no como una persona, en consecuencia, carece de capacidad para adquirir derechos o contraer obligaciones, y sólo puede realizarlo a través de la gestión del Fiduciario. La ley 24.441, en su artículo 1º decía: "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".

1.5. Marco administrativo:

- Los fideicomisos comunes son contratos privados que no requieren la intervención de instituciones específicas. En el caso de cesión fiduciaria de bienes inmuebles, se requiere escritura pública.
- En la Argentina, no existen restricciones para actuar como fiduciario en general. En particular, para ser fiduciario en fideicomisos financieros se debe ser entidad financiera autorizada o sociedad inscripta al efecto ante la Comisión Nacional de Valores.

Caracteres

El contrato de fideicomiso es:

- **Consensual:** produce efectos desde que las partes manifiestan su consentimiento, resultando la entrega de los bienes en propiedad un acto de ejecución del convenio, cuya falta autoriza a reclamar la entrega y el otorgamiento de las formalidades que imponga la naturaleza de los bienes.
- **Bilateral:** genera obligaciones recíprocas para fideicomitente (debe entregar la cosa y la remuneración del encargo) y fiduciario (debe administrar la cosa de acuerdo con las disposiciones de la convención).
- **Oneroso:** el beneficio que procura a una de las partes sólo le es concedido por una prestación que ella le ha hecho o se obliga a hacerle y el constituyente del fideicomiso debe al fiduciario una comisión.
- **No formal:** su constitución requiere escritura pública u otras formas determinadas, según la naturaleza de los bienes fideicomitados, no obstante dada su importancia

económica lógica su conclusión debe efectuarse en forma escrita, aún en documentos privados.

1.6. Tipos de fideicomisos

La ley contempla dos clases de fideicomisos:

- el fideicomiso común u ordinario y
- el fideicomiso financiero.

A su vez cualquiera de ellos puede clasificarse en fideicomiso de administración y en fideicomiso de garantía en relación al objeto del negocio fiduciario.

a) Fideicomiso común

Las normas de la Comisión Nacional de Valores lo denominan ordinario, nace de un contrato o testamento y se constituye en beneficio de una persona física o jurídica determinada, o individualizable conforme a los datos que consten en el respectivo instrumento.

b) Fideicomiso financiero

El fideicomiso financiero solo puede constituirse por contrato, es aquel en el cual los derechos de los beneficiarios están incorporados en títulos valores o valores mobiliarios que pueden ser títulos representativos de deuda o certificados de participación. En otras palabras, los derechos de los beneficiarios son los derechos de los valores negociables emitidos en vinculación con el fideicomiso financiero.

c) Fideicomiso de administración

En el fideicomiso de administración, el objeto del negocio es administrar los bienes fideicomitidos, es decir, proceder a sus cobros, sustituirlos, transformarlos o disponer de ellos, con el objeto de obtener un resultado económico que se imputará a los beneficiarios.

d) Fideicomiso de garantía

Es un negocio accesorio de otra relación jurídica que origina la obligación garantizada con la fiducia. El objeto de esta clase de fideicomiso es respaldar el cumplimiento de

las obligaciones asumidas por el deudor. Si bien por la naturaleza de los bienes fideicomitidos puede haber una tarea de administración, no hace a la esencia del negocio, ni apunta a obtener un rédito económico, por lo menos para el beneficiario, es decir, el acreedor.

CAPITULO II:

FIDEICOMISO FINANCIERO

2.1. Definiciones:

De acuerdo al Código Civil:

En la Sección 4ª, el Código Civil y Comercial Unificado regula el fideicomiso financiero, definiéndolo en el **Artículo 1690** como el contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes (es decir, sujeto a las disposiciones de los artículos 1666 y ss. del CCC), en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores⁴ para actuar como fiduciario financiero, y beneficiarios son los titulares de los títulos valores⁵ garantizados con los bienes transmitidos.

Según el **Artículo 1691**, estos títulos valores pueden ofrecerse al público en los términos de la normativa sobre oferta pública de títulos valores. En ese supuesto, el organismo de contralor de los mercados de valores debe ser autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros, pudiendo dictar normas reglamentarias, incluyendo la determinación de los requisitos a cumplir para actuar como fiduciario.

A continuación, el **Artículo 1692** dispone que el contrato de fideicomiso financiero debe incluir, además de los requisitos genéricos de todo contrato de fideicomiso, los términos y condiciones de emisión de los títulos valores, las reglas para la adopción de decisiones por parte de los beneficiarios, incluyendo las previsiones para el caso de insuficiencia o insolvencia del patrimonio fideicomitado, y la denominación o identificación particular del fideicomiso financiero.

Respecto a los certificados de participación y títulos de deuda, el **Artículo 1693** del Código Civil y Comercial unificado dispone que los primeros serán emitidos por el fiduciario y que los títulos representativos de deuda garantizados por los bienes fideicomitados podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros, pudiendo ser cualquiera de ellos tanto al portador, como nominativos endosables o nominativos no endosables, cartulares o escriturales, según lo permita la legislación pertinente. La norma se esfuerza en aclarar que los certificados deben ser emitidos sobre la base de un prospecto en el que consten las condiciones de la emisión, las enunciaciones necesarias para identificar el fideicomiso al que pertenecen, y la descripción de los derechos que confieren, permitiendo además, la emisión de certificados globales de los certificados de participación y de los títulos de deuda, para su inscripción en

4 En el texto de la ley 24.441 se mencionaba expresamente a la Comisión Nacional de Valores.

5 El texto de la ley 24.441 refería a "certificados de participación en el dominio fiduciario" o de "títulos representativos de deuda", aclarando a renglón seguido que dichos instrumentos serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública.

regímenes de depósito colectivo⁶.

El **Artículo 1694** permite la emisión de diversas clases de certificados de participación o títulos representativos de deuda, con derechos diferentes⁷, debiendo otorgarse los mismos derechos dentro de cada clase.

Finalmente, en lo que se convierte en otra de las novedades de la nueva regulación, la última parte del **Artículo 1694** dispone que los títulos representativos de deuda darán a sus titulares el derecho a reclamar por vía ejecutiva.

La Sección 6ª, en sus **Artículos 1695 y 1696**, se dedica a regular las asambleas de tenedores de títulos representativos de deuda o certificados de participación, señalando que, en ausencia de disposiciones contractuales en contrario, o reglamentaciones del organismo de contralor de los mercados de valores, en los fideicomisos financieros con oferta pública las decisiones colectivas de los beneficiarios del fideicomiso financiero se deberán adoptar por asamblea, a la que se aplican las reglas de convocatoria, quórum, funcionamiento y mayorías de las sociedades anónimas, excepto en el caso en que se trate la insuficiencia del patrimonio fideicomitado o la reestructuración de sus pagos a los beneficiarios. En este último supuesto, se aplican las reglas de las asambleas extraordinarias de sociedades anónimas, pero ninguna decisión es válida sin el voto favorable de tres cuartas partes de los títulos emitidos y en circulación.

Posteriormente, el Código Civil y Comercial dispone que, en el supuesto de existencia de títulos representativos de deuda y certificados de participación en un mismo fideicomiso financiero, el cómputo del quórum y las mayorías se debe hacer sobre el valor nominal conjunto de los títulos valores en circulación. Sin embargo, ninguna decisión vinculada con la insuficiencia del patrimonio fideicomitado o la reestructuración de pagos a los beneficiarios es válida sin el voto favorable de tres cuartas partes de los títulos representativos de deuda emitidos y en circulación, excluyendo a los títulos representativos de deuda subordinados, salvo disposición en contrario en el contrato.

De acuerdo a la ley 24.441

El Fideicomiso Financiero como el mismo fideicomiso, si bien se encuentra normado en la misma ley, tiene un tratamiento diferente tanto jurídico como tributario.

Según el **Artículo 19**, *"Fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar*

⁶ La norma concluye que, a tal fin, se consideran definitivos, negociables y divisibles.

⁷ La emisión puede dividirse en series, tal como lo preveía el art. 22 de la Ley 24.441.

como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos. Dichos certificados de participación y títulos de deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública".

El artículo 19 de la ley 24.441 define un tipo de fideicomiso que se lleva a cabo con el objeto de crear un instrumento del mercado de capitales que permita el crédito a largo plazo, necesario para la financiación de los proyectos, por lo que se da tipicidad y se regula el Fideicomiso Financiero.

Su regulación permite contar con un marco legal adecuado para la emisión de títulos valores, en particular dirigido a la titularización de activos financieros. Siendo destinados a oferta pública, la CNV (Comisión Nacional de Valores) es la autoridad de aplicación.

La experiencia ha demostrado que el proceso de securitización ha facilitado la movilización de los activos financieros, permitiendo una reducción del costo de la financiación disponible en el mercado en beneficio de la actividad productiva.

Dicho fideicomiso se asemeja a uno de administración y garantía (por medio de los bienes fideicomitidos) aun cuando cumpla funciones de inversión. Administra por sí o mediante terceros administradores los bienes fideicomitidos que respaldan el repago de títulos de deuda o la distribución de las participaciones a que dan derecho los certificados de esa especie.

El riesgo de inversión está centrado en las posibilidades de repago de los títulos de deuda según los activos que resguardan el flujo de fondos.

Esta modalidad de fideicomiso se caracteriza por la calidad especial del fiduciario, dado que la ley exige que se trate de una persona jurídica dotada de ciertos atributos de especialización y previa autorización y por la necesidad de que los beneficiarios sean los titulares de ciertos títulos cuyos derechos estén respaldados en los bienes fideicomitidos, certificados de participación en el dominio fiduciario, así como son los certificados representativos de la deuda garantida por los bienes fideicomitidos.

La conveniencia de realizar el fideicomiso financiero, que requiere la colocación por oferta pública de los títulos valores, se fundamenta en gran medida en los beneficios impositivos otorgados por el artículo 83 y 84⁸ de la ley.

⁸ el beneficio impositivo otorgado por el artículo 84 de la ley no requiere contar con oferta pública de los títulos valores

De acuerdo a la CNV

Según el **Artículo 2°** del Capítulo XV de las NORMAS CNV, "*Habrá contrato de fideicomiso financiero cuando una o más personas (fiduciante) transmitan la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien deberá ejercerla en beneficio de titulares de los certificados de participación en la propiedad de los bienes transmitidos o de titulares de valores representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos (beneficiarios) y transmitirla al fiduciante, a los beneficiarios o a terceros (fideicomisarios) al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato*".

2.2. Instrumentación

Según lo comentado en el art. 19, el fideicomiso financiero se instrumenta mediante la celebración de un contrato, en el que se individualizan los siguientes sujetos:

- **Fiduciario:** Es la entidad financiera, autorizada a actuar como tal en los términos de la Ley de Entidades Financieras N° 21.526, o una sociedad inscrita en el Registro de Fiduciarios Financieros de la CNV, quien recibe los bienes en propiedad fiduciaria.
- **Fiduciante:** Es quien transmite al fiduciario los bienes que conforman el patrimonio del fideicomiso.
- **Beneficiario:** Es quien recibe los réditos que surgen del ejercicio de la propiedad fiduciaria, en este caso, los titulares de los valores representativos de deuda o de los certificados de participación.
- **Fideicomisario:** Es el destinatario final de los bienes fideicomitados al cumplimiento de los plazos o condiciones previstos en el contrato. La intervención del fideicomisario puede sustituirse contractualmente cuando se prevé que el fiduciante o los beneficiarios sean los destinatarios finales de dichos bienes.

Además, encontramos **los Certificados de Participación y los Títulos de Deuda** serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública, la Comisión Nacional de Valores será la autoridad de aplicación, los Certificados de Participación serán emitidos por el fiduciario, los Títulos de Deuda podrán ser emitidos por el fiduciante, el fiduciario o por terceros. Los títulos valores emitidos podrán ser al

portador o nominativos, endosables o no, o escriturales. Podrán emitirse Certificados Globales de los Certificados de Participación para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles.

2.3. Atributos Del Fideicomiso Financiero

Según los comentarios de (Báez, 2009) en su obra, podemos enumerar algunas atribuciones que brinda este elemento financiero.

- **Seguridad:** Otorga al negocio un "paraguas de protección" patrimonial, "inmunizándolo" respecto a los riesgos propios de las empresas participantes, derivados de circunstancias pasadas, presentes o futuras que pudieren afectar a las mismas.
- **Riesgo:** Cambia totalmente el criterio de evaluación del riesgo de las operaciones, se deja de lado como parámetro de medición al capital de las empresas intervinientes, para basarse en la solidez del negocio y principalmente en la evolución del flujo de fondos previsto para el mismo.
- **Sinergia:** Posibilita la concordancia de intereses, habitualmente contrapuestos en el circuito productivo. Ampara los derechos de las partes involucradas, facilita que los miembros de la cadena productiva (proveedores, industriales, constructores, productores, acopiadores, exportadores, compradores, clientes, etc.), emprendan acciones para concretar negocios trabados por la falta de crédito, disminuyendo las necesidades de financiamiento para el conjunto. Asimismo, es un vector ideal para conformar alianzas estratégicas para una mejor participación en los distintos mercados.
- **Flexibilidad y Adaptación:** Se ajusta a la naturaleza del negocio, es un "traje a medida" para la operatoria. Normalmente, su funcionamiento consiste en tareas de control y resguardo patrimonial, en protección de los inversores, acreedores y beneficiarios en general.
- Usualmente el promotor del fideicomiso, gerencia el proyecto, continuando como "cara visible" del negocio y manteniendo intacta la vinculación con proveedores y clientes.

2.4. VIRTUDES DEL FIDEICOMISO FINANCIERO

Siguiendo a Báez, el Fideicomiso Financiero, se utiliza como vehículo para separar el riesgo global de una empresa del riesgo de los bienes cedidos al patrimonio del fideicomiso y que serán el respaldo de la emisión de valores negociables que se lanzan al Mercado de Capitales, esto, le permite ser una figura muy valorada por los inversores en procesos de crisis que dificultan, por la profundización de los problemas de asimetrías de información entre acreedores y deudores, el análisis global del riesgo de una empresa.

Es el caso puntual y especial para el financiamiento de Pequeñas y Medianas Empresas en la Argentina.

En las emisiones estructuradas, el inversor se concentra en el análisis de riesgo de los bienes fideicomitados, limitando así el horizonte de estudio, y con la certeza de que están protegidos de la potencial quiebra de la empresa originadora (fiduciante) y del administrador del fondo (fiduciario).

Las ventajas que ofrecen los Fideicomisos Financieros para aislar los riesgos globales de la empresa respecto de las garantías que respaldan la emisión, han sido rápidamente identificadas por los inversores, convirtiendo al fideicomiso en uno de los instrumentos financieros más aceptados, ya que una de las principales bondades del instrumento es la facilidad para el análisis en momentos donde la información es difícil de procesar en ambientes de inestabilidad e incertidumbre.

Desde un punto de vista financiero, cabe mencionar que, cuando las empresas disponen de ciertos tipos de activos con capacidad de generar un flujo de caja y esto es percibido por el mercado financiero y de capitales como una importante fuente de fondos para el repago de las obligaciones, se da lugar a una nueva fuente de financiación para las empresas, garantizando en general, esta operación con activos ociosos o de bajo rendimiento.

El Fideicomiso Financiero y la securitización se transforman en un instrumento para obtener capital de trabajo sin mayor endeudamiento. Constituyen una importante fuente de financiación de proyectos de inversión y refinanciación de pasivos. La baja en el costo del endeudamiento se explica fundamentalmente por el descenso del riesgo de no pago y las garantías operacionales. La separación de riesgos comerciales y de gerenciamiento también debería influir en la reducción de tasas de costo de capital.

Para los inversores los Fideicomisos Financieros representan una buena alternativa de inversión puesto que ofrecen rendimientos más atractivos que las alternativas de

inversión tradicionales, al evitar la intermediación bancaria.

Los Fideicomisos de Crédito de Consumo se mostraron como una de las alternativas más seguras de inversión durante la crisis, ya que, el respaldo del flujo securitizado permitió aislar el riesgo de la compañía y evitar el default.

La mayoría de los títulos fiduciarios cuentan con calificación de riesgo de agencias internacionales, tienen oferta pública y cotizan en Bolsa, estos factores hacen que sea un título transparente y con posibilidad de ser negociado en el mercado secundario.

Dado que los certificados de participación y los títulos de deuda son negociables, es posible obtener cierto nivel de liquidez comprando y vendiendo estos activos financieros en el mercado secundario.

Desde un punto de vista comercial, mejora la transparencia del negocio por el mayor control fiduciario y se fortalecen los acuerdos societarios.

Otras ventajas del Fideicomiso Financiero:

- El fideicomiso es un instrumento flexible y adaptable a diversas actividades. Constituye un patrimonio separado de los del fiduciante-fiduciario, y no pueden los bienes fideicomitados ser agredidos por la acción de los acreedores del fiduciante, fiduciario o beneficiario.
- Permite prescindir del crédito bancario por sus costos que son más accesibles.
- Amplía las alternativas de financiación sumándose a las utilizadas habitualmente por la empresa.
- Mejora los plazos de endeudamiento ya que permite contar con un plazo de financiamiento mayor al de los activos que lo respaldan.
- Elimina el descalce financiero en plazos y tasas: ya que los plazos de pago de los títulos se pueden ajustar a los vencimientos de los activos securitizados.
- La calificación de la cartera securitizada es independiente de la calificación de la empresa.
- Se tiene la posibilidad de articular exenciones impositivas.
- Se evita también, con el fideicomiso procesos judiciales o arbitrariedades legales.
- Es un instrumento de fondeo altamente eficiente y sumamente valioso para la búsqueda de complementación, representatividad y economías de escala.
- Posee una amplia solidez en relación a su seguridad jurídica.

LA SECURITIZACIÓN

2.5. Concepto

De acuerdo a la información suministrada por Rosario Fiduciaria, es un procedimiento por el cual determinados activos ilíquidos, los cuales pueden ser reales o financieros, son transformados en activos financieros líquidos para su negociación en el mercado de capitales, bajo la forma de valores negociables.

Consiste en reunir y reagrupar un conjunto de activos crediticios, con el objeto de que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones para ser colocadas entre inversores. Los créditos de esos activos quedan incorporados a los títulos que, a su vez, están garantizados por los activos subyacentes. Estos títulos valores son, por definición, negociables en un mercado secundario.



La Titulización de activos puede tener diferentes finalidades:

- Obtener recursos mediante la venta de los derechos de cobro.
- Obtener financiación mediante la emisión de deuda con garantía limitada a derechos de cobro que son separados del patrimonio del tomador.
- Iniciar un negocio de inversión colectiva bajo forma jurídica distinta del contrato de sociedad.

La Securitización es una nueva vía frente a las dos alternativas tradicionales para el financiamiento de la empresa en el mercado de capitales: la financiación de capital a través de la colocación de acciones, o la financiación a título de préstamo (incluida en esta última la emisión de obligaciones negociables y cheques de pago diferido). Esta tercera vía consiste básicamente en financiarse mediante la enajenación de derechos de cobro, que a tal efecto son incorporados en valores mobiliarios que se colocan en el mercado en forma pública o privada.

El procedimiento consiste en agrupar determinados activos o derechos de cobro según ciertas condiciones de homogeneidad, que se transfieren a un patrimonio separado

(un fideicomiso) formando un «paquete» sobre el cual se adquieren fondos del mercado mediante la emisión de valores mobiliarios que dan un derecho de participación sobre esos activos.

Pueden titulizarse tanto activos reales (inmuebles, recursos forestales, ganado, participaciones en proyectos de inversión, etc.) como financieros – derechos de cobro en general -, es decir:

- derechos creditorios: hipotecas, prendas, facturas comerciales, cupones de tarjetas de crédito, cheques de pago diferido; alquileres, etc.; y
- derechos de cobro que no consisten en créditos: peaje de autopistas, entradas a espectáculos públicos, ventas al contado, etc.

Desde el punto de vista económico es una forma de acelerar el ciclo del flujo de distintos negocios, obteniéndose recursos líquidos a través del proceso arriba descrito.

Puede encararse un proceso de titulización de activos con diferentes finalidades:

- **Obtener recursos mediante la venta de derechos de cobro:** se asimila a una venta de cartera, y representa el esquema más “puro” de Securitización.
- **Obtener financiación mediante la emisión de deuda con garantía limitada a derechos de cobro que son separados del patrimonio del tomador:** los títulos de deuda que se emiten tienen como única fuente de pago los activos securitizados. Por lo tanto, ni el tomador de los fondos (es decir, quién transfirió los activos) ni el emisor de los títulos si es un tercero, son responsables por el pago de los servicios correspondientes a los títulos. Cancelados éstos, los activos remanentes vuelven al patrimonio del originante.
- **Encarar un negocio de inversión colectiva bajo forma jurídica distinta del contrato de sociedad:** este enfoque cobra preeminencia cuando se da la Securitización de activos que no consisten en derechos de cobro (inversiones en activos reales tales como inmuebles, recursos forestales, agrícola-ganaderos, mineros, etc.). En particular si se elige como vehículo el fideicomiso financiero, se trata de una estructura más flexible que una sociedad anónima o una sociedad de responsabilidad limitada.

Un punto central en el tema de la Securitización es la afectación de los activos que respaldan el pago de los valores colocados entre el público, separándolos tanto del patrimonio de la empresa que los genera como de la entidad que lleva a cabo la Securitización. La Securitización no puede tener lugar si no existe una herramienta legal que permita formar con los activos titulizados un patrimonio separado (el “vehículo”), donde las características y riesgos de dichos activos sean los factores fundamentales a considerar por el mercado para evaluar el grado de confiabilidad de

la inversión.

El vehículo más utilizado a nivel internacional, y también en nuestro país, es el fideicomiso, más específicamente, el Fideicomiso Financiero, que es aquél donde los derechos inherentes a los beneficiarios están incorporados en valores mobiliarios o títulos valores y el Fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como tal.

Proceso de securitización puro:



Características

- Financiamiento fuera de balance.
- Requiere activos securitizables.
- Régimen informativo: Balances trimestrales a cargo del Fiduciario.
- Estructura de costo acorde a operaciones de volumen medio / alto (>\$40 MM)
- Tiempo de implementación aproximado: 120 días para la primera Serie.
- Emisor de los Títulos: El Fiduciario.

Ventajas

- Límite del financiamiento: según capacidad de generación de Activos.
- No requiere garantía adicional: Cesión sin recurso.
- Riesgo de la inversión: inherente al Activo que se securitiza
- Optimización de la carga impositiva.
- Elimina descalce de plazos, tasas y monedas.
- Desinmovilización de Activos: Mayor Liquidez.
- Aumenta el financiamiento a la Cartera de Clientes: Fidelización.

- Mayor disponibilidad del crédito.
- Ampliación de la Base de Inversores.

Otra ventaja de la securitización consiste en que en estos títulos valores respaldados por activos, la calificación del riesgo se practica respecto del título como tal y de los activos subyacentes, con independencia de la calidad de quien sea el originante y las vicisitudes de su actividad empresarial.

Si se quisiera aún mejorar la calidad del activo securitizado para hacer más atractiva la emisión, puede apelarse a ciertas técnicas como agregarle el aval de originante, o la constitución de fianzas, seguros de caución o el compromiso del originante de reemplazar los créditos impagos por otros de similar naturaleza.

El capital extranjero puede estar mejor dispuesto a invertir en un proyecto de inversión garantizado por un activo aislado del riesgo país, facilitándose la entrada en jurisdicción nacional de recursos provenientes del exterior.

En nuestro país los vehículos utilizados para destinarlos a la securitización son el fideicomiso financiero y los fondos comunes de inversión, a los cuales suele agregarse a las sociedades de objeto específico. Estas últimas, sin embargo, en sí mismas no producen el efecto de separar el activo cedido del suyo propio, debiendo apelar, entonces, para crear un patrimonio separado del suyo que aisle el riesgo crediticio, al fideicomiso financiero o a la constitución de fondos comunes de inversión.

2.6. Categorías de títulos valores respaldados con activos

Los títulos valores como papel representativo que cuenta con el respaldo de activos se conocen con la denominación de ***Asset Backed Securities***. Dentro de esta categoría general se inscriben también los certificados de participación de beneficios en condominio indivisibles.

A partir de esta categorización genérica se han desarrollados diferentes tipos de títulos valores respaldados con activos que se diferencian entre sí en razón de las diferentes características de cada negocio, que le impone a la ingeniería financiera la necesidad de adecuar el proyecto a cada caso puntual.

Se conocen en el ámbito internacional tres tipos básicos de securitización, a saber: el ***pass through***, el ***asset backed bond***, y el ***pay through***. Veamos las características de cada uno de ellos.

Pass through

Los créditos son transmitidos del originador u original acreedor por lo general en fideicomiso a un fiduciario mediante venta, cesión o endoso (dependiendo la

modalidad de la transmisión del tipo de crédito). El fiduciario emite certificados de participación para colocarlos entre los inversores. El originador, se desprende de sus créditos y, por lo tanto, desaparecen de su activo, en tanto que en su patrimonio no inciden como pasivo los títulos de deuda representados por los certificados. Estos certificados son representativos de una participación en la propiedad de los activos y de su renta que forman un patrimonio separado, del cual disfrutan los beneficiarios (inversores) del fideicomiso.

En esta variante, normalmente el acreedor original mantiene para sí la administración del agrupamiento de activos cedidos, percibiendo por ello una comisión.

Los pagos de los deudores de los créditos cedidos se depositan en una cuenta del fideicomiso, destinándose esos fondos a pagar en primer lugar los servicios de intereses y la amortización de los certificados de participación y, luego los gastos de administración.

Asset Backed Bond

La diferencia básica con el *pass through* es que se emiten títulos de deuda, permaneciendo los créditos afectados en garantía en el activo del emisor, en tanto los títulos integran su pasivo. En esta figura, a diferencia del caso anterior, los servicios de intereses y administración se satisfacen de los ingresos globales del emisor, sin afectación específica de la recaudación proveniente de los créditos afectados en garantía, la que se confunde con los otros ingresos. En una estructura de este tipo la mayor o menor solvencia del emisor influye en la decisión de los inversores, por cuyo motivo aquí se ve obligado a ofrecer y mantener garantías a satisfacción durante el plazo de duración de los títulos, pudiendo utilizarse en garantía de la emisión préstamos hipotecarios, prenda de automotores, leasings mobiliarios e inmobiliarios, entre otros.

Pay throughs bonds

Esta estructura financiera combina elementos de los dos anteriores. Los créditos son transmitidos por el acreedor original, pero los títulos emitidos se muestran como pasivo en su patrimonio. Se diferencia de los *asset backed bond* en que la atención de los intereses y amortizaciones se pagan con los fondos producidos por los créditos cedidos.

En la fuente proveedora de los recursos con los que se pagan los servicios al inversor, es decir, la recaudación obtenida de los pagos efectuados por los deudores de los créditos transmitidos, es en donde se asemeja este tipo de financiación con el *pass throughs*.

2.7. Sujetos en el proceso de securitización

Sujetos necesarios

En el proceso de securitización se destaca nítidamente la presencia de ciertos sujetos, sin cuya intervención no se daría la estructura de este instrumento financiero. Ellos son los siguientes:

- *Originador*: Es el que agrupa los créditos a transmitir en su condición de acreedor original de tales activos. Generalmente el originador mantiene para sí la administración de los créditos cedidos percibiendo por ello una comisión. En tal carácter recibe el nombre de *servicer*.

El interés del originador en lanzarse a un proceso de securitización puede estar dado por la circunstancia de no contar con la posibilidad de obtener créditos por las vías convencionales, o por carecer de la capacidad necesaria para ocurrir a la oferta pública a través de la emisión de sus propios títulos. Los activos transmitidos que respaldan la emisión serán aquellos créditos susceptibles de ser cedidos fácilmente y oponibles inmediatamente frente a terceros, homogéneos entre sí y de un volumen significativo que justifique la securitización.

- *Administrador (servicer)*: Es quien administra la cartera de créditos, efectuando la cobranza de los activos transmitidos. Puede ser el mismo originador o un tercero designado al efecto. Suministra información periódica al *vehículo o emisor (issuer)* también denominado *fiduciario* y a los tenedores de los títulos y certificados de participación, acerca de todo aquello que resulte de su interés. Entre las funciones que le competen se inscribe la persecución de los deudores morosos de la cartera administrada.
- *Emisor (issuer) o fiduciario*: El objetivo al cual apunta la figura del fiduciario es la de mantener aislado a los activos que han de garantizar la emisión de los títulos. Para ello el originador transmite en calidad de venta, cesión o endoso los papeles securitizados al fiduciario, el que los incorpora a un patrimonio independiente del suyo propio, quedando así, protegidos de los riesgos emergentes de la gestión empresarial de aquél.

El fiduciario se encuentra, situado entre el originador y los inversores recibiendo los activos a titular y emitiendo los títulos o certificados garantizados por esos activos.

- *Tomador / Colocador (underwriter)*: Es una entidad financiera, banco de inversión o agente bursátil, que a través de un contrato de "underwriter" celebrado con el emisor coloca los títulos valores en la oferta pública o privada. En la oferta pública el *underwriter* suscribe los títulos para revenderlos o bien conservarlos en su cartera, en tanto que en la oferta privada actúa como intermediario. La actuación del *underwriter* presupone de su parte un conocimiento especializado que le habrá de permitir realizar una ingeniería financiera, a partir de un estudio del mercado que favorezca la colocación de los títulos.
- *Inversor*: Es el ahorrista que adquiere los títulos valores respaldados por los activos transmitidos en fideicomiso.

Sujetos secundarios

- *Depositario*: Puede ser tanto el propio originante o un tercero o el "*vehículo, emisor o fiduciario*" quien puede reservarse la tarea.
- *Garante*: Normalmente son entidades financieras que ofrecen su garantía como respaldo de la emisión de los títulos, constituyéndose así, en un refuerzo adicional a la calidad de los activos titulizados

CASO DE ESTUDIO:

3.1. Introducción

La empresa “Transporte Público Rosario” necesita una herramienta de financiamiento para poder crecer ordenadamente y cumplir con sus objetivos.

Por ello se pensó utilizar el Fideicomiso como mecanismo de financiación con el fin de promover el crecimiento del uso del transporte público priorizándolo sobre el transporte particular, implementar medidas para hacerlo más eficiente, mejorar su equipamiento, y disminuir los tiempos de viaje.

La compañía es líder a nivel país, posee sólida trayectoria, firme liderazgo, e innovación permanente. Es una organización que brinda servicios con calidad y calidez, con una de las flotas más modernas del país, y no debería ser complicado poder cumplir con el cupo monetario necesario ofreciendo una buena tasa.

A continuación, describimos una breve síntesis de la información con la que contamos.

3.2. Síntesis de los Términos y Condiciones Del Fideicomiso Financiero “Transportes Rosario”

Fideicomiso Financiero: Empresa de Transporte Rosario

Fiduciario y Emisor: Administradora Rosario Sociedad Fiduciaria S.A.

Fiduciantes, garantes y fideicomisarios: Sociedad del Estado para el Transporte Urbano.

Banco Recaudador Banco Rosario

Organizador BR Mandatos y Negocios S.A

Co-Organizador Mandatos y Estructuras S.A.

Organizador de la Colocación Mercado Argentino de Valores S.A. (“MAV”)

Colocadores Mandatos y Estructuras S.A. y los agentes miembros del MAV

Beneficiarios: Los Titulares de los Valores de Deuda Fiduciaria emitidos bajo Fideicomiso.

Objeto del Fideicomiso Es el financiamiento de las mejoras en la infraestructura del servicio público de transporte de pasajeros en la ciudad de Rosario que prestan los Fiduciantes. El producido neto de la colocación de los VDF se aplicará a:

- la renovación de su flota de transporte, y/o
- la construcción, remodelación y mejoras en los talleres

Bienes Fideicomitidos:

- La recaudación correspondiente a los Fiduciantes por la prestación del servicio

público de pasajeros en la ciudad de Rosario, que se devengue a partir de la fecha que se indique respecto de Tramo I, por hasta el monto que se determine en función de cada Tramo a emitir.

- Los importes destinados a los Fondos de Gastos y de Liquidez que se detraigan del producido de la colocación de los VDF.
- Los demás Fondos Líquidos del Fideicomiso e Inversiones Permitidas.

Mensualmente, una vez cancelados los Servicios pagaderos y exigibles o reservados los fondos suficientes para ello, y repuestos los Fondos de Gastos, de Liquidez y de Impuesto a las Ganancias, y las Reservas según el caso, el excedente será devuelto a los Fiduciantes. La cesión fiduciaria de la Recaudación Fideicomitada, que es realizada con garantía solidaria del Fiduciante, será oponible a terceros a partir de la notificación al Ente de la Movilidad, al Consejo de Administración de Tarjetas (CAT) y al Banco Rosario. El Fiduciante renuncia a todos los derechos que tiene y le corresponde respecto de la Recaudación Fideicomitada colocando al Fiduciario en el mismo lugar y grado de prelación en que se encuentra el respectivo Fiduciante al momento de la presente cesión, por lo que el Fiduciario sucede al Fiduciante en todos los derechos, acciones, y accesorios bajo la Recaudación Fideicomitada. A efectos de asegurar la disponibilidad de la Recaudación Fideicomitada para este Fideicomiso se aplicarán las siguientes reglas:

- (a) El Fiduciante informará en forma irrevocable al Banco Rosario a los efectos de que éste transfiera en forma directa a la Cuenta Fiduciaria el Monto Requerido (tal como este término se define más adelante) conforme a la solicitud del Fiduciario emitida de acuerdo a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso;
- (b) El Fiduciante renuncia a impedir de modo alguno que se produzcan las transferencias a la Cuenta Fiduciaria conforme a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso, y declara que cualquier reclamo o acción que tuviere respecto de dichas transferencias deberá efectuarse en forma posterior a que el Fiduciario haya notificado al Banco Rosario el cese de las mismas conforme a lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso, y
- (c) En ningún caso el monto a transferir a la Cuenta Fiduciaria por mes calendario podrá exceder el 50 % de la Recaudación – considerando la del mes calendario anterior - que corresponda al Fiduciante.

Fecha de vencimiento del Fideicomiso: El Fideicomiso vencerá en la fecha en que se cancelen totalmente los VDF en circulación (los cuales deberán emitirse dentro de los cinco años de la fecha del Contrato de Fideicomiso)

Fecha de cierre de ejercicio: El 31 de diciembre de cada año.

Valores de Deuda Fiduciaria a emitir.

Tramos: Bajo el Fideicomiso se podrán emitir Valores de Deuda Fiduciaria por hasta un valor nominal de \$ 300.000.000, en uno o más Tramos (cada emisión, un “Tramo”). En su caso, las condiciones de emisión de cada Tramo posterior al primero, serán determinadas por los Fiduciantes con la conformidad del Fiduciario mediante la firma de un contrato de fideicomiso suplementario y explicitadas en un Prospecto, de acuerdo a sus necesidades de financiamiento y las condiciones económicas vigentes al momento en que se practique cada emisión. En caso de existir más de un Tramo en circulación, los VDF de todos los Tramos tendrán derecho al cobro de Servicios a prorrata y en forma pari passu en cada Fecha de Pago de Servicios. Los nuevos Tramos de VDF no podrán reconocer mejores derechos que la/s de igual Clase en circulación, en cuanto a plazo, tasa de interés y forma de pago de las amortizaciones e intereses. La emisión de nuevos Tramos está condicionada a que ello no afecte la calificación de riesgo del/de los Tramo/s anterior/es en circulación, en su caso.

Condiciones de los Valores de Deuda Fiduciaria:

Servicios: Salvo que para los Nuevos Tramos se establezca de otro modo, los VDF de cada Tramo darán derecho a la amortización del capital y al pago de un interés equivalente a la tasa de interés fija o variable que se establezca en las condiciones particulares de cada Tramo devengada durante cada Período de Devengamiento. El interés se aplicará considerando para su cálculo un año de 365 días por la cantidad de días correspondientes a cada Período de Devengamiento. De ser una tasa variable, ésta equivaldrá a la Tasa Badlar más una cantidad de básicos anuales a determinar, pudiéndose fijar un rendimiento mínimo y/o máximo.

Período de Devengamiento: Salvo que para un Tramo se defina de otro modo, será el período que transcurra:

- (a) desde el 28 de noviembre de 2017 hasta el día anterior a la respectiva primera Fecha de Pago de Servicios -ambos inclusive-, para el primer Servicio, y
- (b) la última Fecha de Pago de Servicios hasta el día anterior a la siguiente Fecha de Pago de Servicios correspondiente -ambos inclusive-, para los siguientes Servicios.

Tasa Badlar: El promedio aritmético simple de las tasas de interés para depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos de 30 a 35 días en bancos privados (“BADLAR Privada”), en base a las tasas informadas por el BCRA desde un período que comienza el décimo día hábil anterior al inicio de cada período de devengamiento (inclusive) hasta el décimo día hábil anterior a la fecha de pago de servicios (sin incluir). Actualmente, la tasa BADLAR Privada es informada por el BCRA.

Pago de Servicios: Salvo que para los Nuevos Tramos se establezca lo contrario, las Fechas de Pago de Servicios será el día 28 de cada mes o día hábil siguiente si aquél no lo fuera. Los servicios se pagarán de acuerdo al Cuadro de Pago de Servicios correspondiente al Tramo de que se trate, inserto en la síntesis propuesta para el Tramo I, y en el Prospecto que corresponda a cada Tramo futuro. Salvo que para los Nuevos Tramos se estableciera de otro modo:

- (a) Los Servicios serán pagados mensualmente, en tanto existan recursos suficientes en la Cuenta Fiduciaria y no se verificare un Evento Especial, mediante la transferencia de los importes correspondientes a la Caja de Valores S.A., para su acreditación en las respectivas cuentas de los titulares de Valores de Deuda Fiduciaria con derecho al cobro. Con una anticipación no menor a cinco (5) Días Hábiles anteriores a cada Fecha de Pago de Servicios, el Fiduciario publicará en los medios informativos de los Mercados en los que negocian los VDF, y en la AIF, el monto de Servicios a pagar respecto de cada Tramo de Valores de Deuda Fiduciaria que en esa oportunidad tenga derecho al cobro, discriminando los conceptos.
- (b) La falta de pago o pago parcial de un Servicio por insuficiencia de fondos fideicomitidos no constituirá incumplimiento, continuando el devengamiento de los intereses sobre el saldo de capital. El monto que no haya podido pagarse a los Beneficiarios en la Fecha de Pago de Servicios por ser insuficiente lo recaudado, será pagado cuando el flujo de fondos efectivamente percibido lo permita. Si al vencimiento del Plazo de los VDF no se hubiera cancelado la totalidad del valor nominal, ello importará un Evento Especial. En el ínterin, en cuanto hubiera fondos disponibles en la Cuenta Fiduciaria, el Fiduciario procederá a realizar pagos a los VDF. Dichos pagos, en cuanto fueren parciales, se efectivizarán con una periodicidad mínima de 60 (sesenta días), y siempre que los fondos disponibles para ello no fueran inferiores a \$ 100.000(pesos cien mil) (o el monto mayor que se establezca en las condiciones de emisión de un Tramo).

Fondo de Liquidez: Salvo que para los Nuevos Tramos se estableciera de otro modo, el Fiduciario constituirá con el producido de la colocación de los VDF el Fondo de Liquidez, por un monto mínimo equivalente a una (1) vez el próximo servicio de interés pagadero a los VDFA y a una (1) vez el próximo servicio de interés pagadero a los VDF B y cancelados los VDFA, deberá ser equivalente a una (1) vez el próximo servicio de interés pagadero a los VDFB. El Fondo de Liquidez será aplicado por el Fiduciario al pago de intereses cuando por cualquier causa no existan recursos suficientes para su pago en la Cuenta Fiduciaria. Luego de la integración inicial, en cualquier momento en que el importe acumulado en el Fondo de Liquidez sea menor al monto mínimo antes indicado, el Fiduciario notificará a cada Fiduciante a fin de que instruyan al Banco Recaudador a los efectos de que éste transfiera los fondos necesarios para su reposición y lo incorporará dentro de los Montos Requeridos. Una vez cancelados íntegramente los VDF, cubiertos los Gastos del Fideicomiso y en su caso las Reservas, el excedente será liberado a favor de cada Fiduciante

Intereses moratorios: En la medida que en la Fecha de Vencimiento Final de los VDF no se hubiera amortizado la totalidad del valor nominal y pagado los intereses devengados, se devengarán intereses moratorios a una tasa equivalente a una vez y media la tasa de los intereses compensatorios correspondientes a los VDF de que se trate.

Fecha de Vencimiento Final: Sin perjuicio de las Fechas de Pago de Servicios que surgen del Cuadro de Pago de Servicios, el vencimiento final de los VDF se producirá a los noventa (90) días de la última Fecha de Pago de Servicios que figura en el mencionado cuadro.

Valor nominal unitario (unidad mínima de negociación): \$ 1 (un peso).

Fecha de Emisión: Es el segundo Día Hábil posterior al cierre del Período de Colocación de cada Tramo, que será asimismo la fecha en la que ha de integrarse el precio de suscripción. Se indicará en el aviso de llamado a suscripción a publicarse en los sistemas de información de los mercados autorizados donde los Valores de Deuda Fiduciaria se listen y en la Autopista de la Información Financiera de la CNV (“AIF”).

Forma de los VDF: Certificado global definitivo, para su depósito en Caja de Valores S.A., los inversores renuncian a exigir la entrega de títulos individuales. Las

transferencias se realizarán dentro del sistema de depósito colectivo, conforme a la ley 20.643.

Precio de emisión: será el que se determine al cierre del Período de Licitación, en función de las ofertas recibidas y aceptadas, conforme a como se establece en la sección “COLOCACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LOS VALORES DE DEUDA FIDUCIARIA”.

Fondos Líquidos Disponibles: El Fiduciario podrá invertir y colocar en forma transitoria los Fondos Líquidos Disponibles, hasta tanto sea necesario aplicarlos al pago de Gastos del Fideicomiso o a pagos en favor de los Beneficiarios, en depósitos en entidades financieras, cuotapartes de fondos comunes de inversión abiertos de renta fija o de dinero, operaciones colocadoras de caución o pase bursátiles o valores públicos o privados de renta fija. Las entidades financieras depositarias de los fondos comunes de inversión y los activos en los que se inviertan los Fondos Líquidos Disponibles, deberán contar con una calificación que satisfaga los requisitos de Grado de Inversión (“Investment Grade”) en escala nacional de calificación argentina, o su equivalente. El Fiduciario no será responsable -salvo que hubiera mediado culpa o dolo- frente a los Fiduciantes y a los Beneficiarios respecto al destino de inversión que deba darse a los Fondos Líquidos Disponibles procediendo conforme con lo establecido en el presente Contrato. El Fiduciario tampoco asumirá responsabilidad alguna en el supuesto de que tuviera que variar el destino de inversión establecido para los Fondos Líquidos Disponibles, en cumplimiento de instrucciones comunicadas por decisiones administrativas o judiciales. Queda establecido, asimismo, que el Fiduciario no asume responsabilidad alguna por las consecuencias de cualquier cambio en la legislación aplicable, medida gubernamental o de otra índole, incluyendo el caso fortuito y la fuerza mayor, que afecten o puedan afectar a cualquiera de las inversiones de los Fondos Líquidos Disponibles, las que serán soportadas única y exclusivamente por los Fondos Líquidos Disponibles

3.3. Síntesis de las Condiciones de Emisión de los Valores de Deuda Fiduciaria TRAMO I

Recaudación Fideicomitada: \$ 111.600.000 (ciento once millones seiscientos mil pesos). (ver Solapa Factibilidades - Cartera Cedida)

Cartera Cedida		
Fecha	Flujo	Monto Diario Afectado
nov-17	4.650.000,00	581250
dic-17	4.650.000,00	581250
ene-18	4.650.000,00	581250
feb-18	4.650.000,00	581250
mar-18	4.650.000,00	581250
abr-18	4.650.000,00	581250
may-18	4.650.000,00	581250
jun-18	4.650.000,00	581250
jul-18	4.650.000,00	581250
ago-18	4.650.000,00	581250
sep-18	4.650.000,00	581250
oct-18	4.650.000,00	581250
nov-18	4.650.000,00	581250
dic-18	4.650.000,00	581250
ene-19	4.650.000,00	581250
feb-19	4.650.000,00	581250
mar-19	4.650.000,00	581250
abr-19	4.650.000,00	581250
may-19	4.650.000,00	581250
jun-19	4.650.000,00	581250
jul-19	4.650.000,00	581250
ago-19	4.650.000,00	581250
sep-19	4.650.000,00	581250
oct-19	4.650.000,00	581250
Totales	111.600.000,00	

Valor Nominal: Se emitirán VDF Tramo I hasta un valor nominal de \$ 82.955.738.

Valores de Deuda Fiduciaria Tramo 1 (VDF 1) El Fiduciario emitirá con relación a la presente Tramo I los siguientes Valores de Deuda Fiduciaria: Valores de Deuda Fiduciaria Tramo I Clase A (los “VDF A Tramo I”); Valores de Deuda Fiduciaria Tramo I Clase B (los “VDF B Tramo I” y los VDF A Tramo I, en conjunto, los “Valores de Deuda Fiduciaria Tramo I” o “VDF I”).

Valores de Deuda Fiduciaria Tramo 1 Clase A (VDF A 1) Valor nominal \$41.477.869 equivalente al 37,17% de la Recaudación Fideicomitida con relación al Tramo I.

Vencimiento: 12 meses contados desde la Fecha de Emisión.

Otorgan derecho al cobro mensual de los siguientes Servicios, una vez repuesto el Fondo de Gastos, el Fondo de Liquidez, el Fondo de Impuesto a las Ganancias y Reservas:

- a) en concepto de interés, la Tasa BADLAR de Bancos Privados más 200 puntos básicos, con un mínimo de 22% nominal anual y un máximo de 27% nominal anual devengado durante el Período de Devengamiento, y
- b) en concepto de amortización, el capital nominal de los VDFA I conforme el Cuadro Teórico de Pago de Servicios, luego de deducir los intereses de los VDFA I y VDFB I.

Valores de Deuda Fiduciaria Tramo I Clase B (VDFB I) Valor nominal \$41.477.869 equivalente al 37,17% de la Recaudación Fideicomitida con relación al Tramo I.

Vencimiento: 23 meses contados desde la Fecha de Emisión.

Otorgan derecho al cobro mensual de los siguientes Servicios, una vez repuesto el Fondo de Gastos y el Fondo de Liquidez, el Fondo de Impuesto a las Ganancias y Reservas:

- a) en concepto de interés, la Tasa BADLAR de Bancos Privados más 300 puntos básicos, con un mínimo de 23% nominal anual y un máximo de 28% nominal anual devengado durante el Período de Devengamiento luego de deducir los intereses de los VDFA I, y
- b) en concepto de amortización, una vez cancelados los VDFA, el capital nominal de los VDFB I conforme el Cuadro Teórico de Pago de Servicios, luego de deducir los intereses de los VDFB I.

Servicios a pagar: Los conceptos, montos y Fechas de Pago de Servicios serán los que surgen del Cuadro de pago de Servicios correspondiente al Tramo. [\(ver solapa Factibilidades – cuadros de factibilidad financiera al min y max y Cuadro teórico de pagos\)](#)

Cuadro de Factibilidad Financiera calculado a la tasa mínima del 22% para los VDFA I y del 23% para los VDFB I.

Fecha	Ingresos		Egresos				VDFA				VDFB				Fondos Disponibles
	FF	IIBB	Gastos	IG	ITF	Capital	Interes	Servicio Total	Saldo	Capital	Interes	Servicio Total	Saldo		
1/11/2017	4.650.000		64.710		28.122				41.477.869				41.477.869	4.557.168	
28/12/2017	4.650.000	97.660	64.710		82.482	7.428.204	750.011	8.178.215	34.049.665	784.102	784.102	784.102	41.477.869	-4.557.169	
29/1/2018	4.650.000	97.315	96.120		55.302	2.908.149	656.739	3.564.888	31.141.516	836.376	836.376	836.376	41.477.869	0	
28/2/2018	4.650.000	93.680	64.710		55.302	3.089.099	563.107	3.652.206	28.052.417	784.102	784.102	784.102	41.477.869	0	
28/3/2018	4.650.000	81.203	64.710		55.302	3.249.524	473.433	3.716.957	24.808.893	731.829	731.829	731.829	41.477.869	0	
30/4/2018	4.650.000	86.059	96.120		55.302	3.056.547	493.459	3.550.006	21.752.346	862.512	862.512	862.512	41.477.869	0	
28/5/2018	4.650.000	79.550	64.710		55.302	3.351.502	367.108	3.718.610	18.400.844	731.829	731.829	731.829	41.477.869	0	
28/6/2018	4.650.000	78.275	64.710	394.735	55.302	2.902.921	343.819	3.246.740	15.497.923	810.239	810.239	810.239	41.477.869	0	
30/7/2018	4.650.000	71.885	96.120		55.302	3.291.399	298.919	3.590.318	12.206.524	836.376	836.376	836.376	41.477.869	0	
28/8/2018	4.650.000	70.216	64.710		55.302	3.488.444	213.363	3.701.807	8.718.080	757.965	757.965	757.965	41.477.869	0	
28/9/2018	4.650.000	66.100	64.710		55.302	3.490.752	162.897	3.653.649	5.227.328	810.239	810.239	810.239	41.477.869	0	
29/10/2018	4.650.000	59.897	96.120		55.302	3.530.770	97.672	3.628.442	1.696.558	810.239	810.239	810.239	41.477.869	0	
28/11/2018	4.650.000	57.613	64.710		55.302	1.696.558	30.677	1.727.235		1.961.038			39.516.831	0	
28/12/2018	4.650.000	51.540	64.710		55.302					3.731.417	747.031	4.478.448	35.785.414	0	
28/1/2019	4.650.000	48.826	96.120		55.302					3.750.711	699.041	4.449.752	32.034.703	0	
28/2/2019	4.650.000	44.331	64.710		55.302					3.859.883	625.774	4.485.657	28.174.820	0	
28/3/2019	4.650.000	35.878	64.710		55.302					3.996.998	497.112	4.494.110	24.177.822	0	
29/4/2019	4.650.000	35.032	96.120		55.302					3.976.015	487.531	4.463.546	20.201.807	0	
28/5/2019	4.650.000	29.306	64.710		55.302					4.131.515	369.167	4.500.682	16.070.292	0	
28/6/2019	4.650.000	25.451	64.710		55.302					4.190.617	313.921	4.504.538	11.879.675	0	
29/7/2019	4.650.000	19.873	96.120		55.302					4.246.645	232.061	4.478.706	7.633.030	0	
28/8/2019	4.650.000	15.532	64.710		55.302					4.370.160	144.296	4.514.456	3.262.870	0	
30/9/2019	4.650.000	10.447	64.710		48.169					3.262.870	67.850	3.330.720	0	1.195.954	
28/10/2019	4.650.000	5.099	96.120		28.341									4.520.440	
	111.600.000	1.260.768	1.804.320	394.735	1.293.154	41.477.869	4.451.203	45.929.072	-	41.477.869	13.723.692	55.201.562	716.471.692	5.716.394	

- No se estimaron ingresos respecto a potenciales inversiones de los Fondos Líquidos Disponibles

- La Alicuota de ITF contemplada es del 0,60%

Cuadro de Factibilidad Financiera calculado a la tasa máxima del 27% para los VDFA I y del 28% para los VDFA II.

Fecha	Ingresos		Egresos			VDFA			VDFA			VDFA		Fondos Disponibles
	FF	IIBB	Gastos	IG	ITF	Capital	Interes	Servicio Total	Saldo	Capital	Interes	Servicio Total	Saldo	
1/11/2017	4.650.000	-	64.710	-	28.122	-	-	-	41.477.869	-	-	-	41.477.869	4.557.168
28/12/2017	4.650.000	97.660	64.710	-	82.482	7.087.290	920.468	8.007.758	34.390.579	-	954.559	954.559	41.477.869	-4.557.169
29/1/2018	4.650.000	97.315	96.120	-	55.302	2.568.999	814.067	3.383.066	31.821.580	-	1.018.196	1.018.196	41.477.869	0
28/2/2018	4.650.000	93.680	64.710	-	55.302	2.775.572	706.178	3.481.750	29.046.008	-	954.559	954.559	41.477.869	-1
28/3/2018	4.650.000	81.203	64.710	-	55.302	2.956.252	601.610	3.557.862	26.089.756	-	890.922	890.922	41.477.869	0
30/4/2018	4.650.000	86.059	96.120	-	55.302	2.725.628	636.876	3.362.504	23.364.128	-	1.050.015	1.050.015	41.477.869	0
28/5/2018	4.650.000	79.550	64.710	-	55.302	3.075.591	483.926	3.559.517	20.288.537	-	890.922	890.922	41.477.869	0
28/6/2018	4.650.000	78.275	64.710	275.415	55.302	2.724.674	465.247	3.189.921	17.563.863	-	986.378	986.378	41.477.869	0
30/7/2018	4.650.000	71.885	96.120	-	55.302	2.992.739	415.758	3.408.497	14.571.124	-	1.018.196	1.018.196	41.477.869	0
28/8/2018	4.650.000	70.216	64.710	-	55.302	3.224.452	312.581	3.537.033	11.346.672	-	922.741	922.741	41.477.869	-2
28/9/2018	4.650.000	66.100	64.710	-	55.302	3.217.314	260.196	3.477.510	8.129.358	-	986.378	986.378	41.477.869	0
29/10/2018	4.650.000	59.897	96.120	-	55.302	3.265.884	186.418	3.452.302	4.863.474	-	986.378	986.378	41.477.869	1
28/11/2018	4.650.000	57.613	64.710	-	55.302	3.409.888	107.929	3.517.817	1.453.586	-	954.559	954.559	41.477.869	0
28/12/2018	4.650.000	51.540	64.710	-	55.302	1.453.586	32.258	1.485.844	-	2.038.045	954.559	2.992.604	39.439.824	0
28/1/2019	4.650.000	48.826	96.120	-	55.302	-	-	-	-	3.511.840	937.911	4.449.751	35.927.984	1
28/2/2019	4.650.000	44.331	64.710	-	55.302	-	-	-	-	3.631.260	854.397	4.485.657	32.296.724	0
28/3/2019	4.650.000	35.878	64.710	-	55.302	-	-	-	-	3.800.394	693.716	4.494.110	28.496.330	0
29/4/2019	4.650.000	35.032	96.120	-	55.302	-	-	-	-	3.764.020	699.526	4.463.546	24.732.310	0
28/5/2019	4.650.000	29.306	64.710	-	55.302	-	-	-	-	3.950.472	550.209	4.500.681	20.781.838	1
28/6/2019	4.650.000	25.451	64.710	-	55.302	-	-	-	-	4.010.329	494.209	4.504.538	16.771.509	0
29/7/2019	4.650.000	19.873	96.120	-	55.302	-	-	-	-	4.079.865	398.840	4.478.705	12.691.644	0
28/8/2019	4.650.000	15.532	64.710	-	55.302	-	-	-	-	4.222.374	292.082	4.514.456	8.469.270	0
30/9/2019	4.650.000	10.447	64.710	-	55.302	-	-	-	-	4.305.142	214.400	4.519.542	4.164.128	-1
28/10/2019	4.650.000	5.099	96.120	-	53.862	-	-	-	-	4.164.128	89.443	4.253.571	-	4.494.919
	111.600.000	1.260.768	1.804.320	275.415	1.325.803	41.477.869	5.943.512	47.421.381	-	41.477.869	17.793.097	59.270.966	762.983.858	4.494.919

- No se estimaron ingresos respecto a potenciales inversiones de los Fondos Líquidos Disponibles

- La Alícuota de ITF contemplada es del 0,60%

Fecha de Corte del Tramo I: 1° de noviembre de 2017

Montos Requeridos. Apropiación.: A partir del décimo tercer (13°) Día Hábil anterior a cada Fecha de Pago de Servicios, se transferirá a la Cuenta Fiduciaria diariamente la suma de \$.581.250.- (el “Monto Diario Afectado”), durante ocho Días Hábiles, totalizando así la suma de \$ 2.325.000 (dos millones trescientos veinticinco mil pesos). Si al décimo Día Hábil anterior a una Fecha de Pago de Servicios no se hubiera transferido a la Cuenta Fiduciaria un monto acumulado equivalente al 50% (cincuenta por ciento) del Monto Mensual Afectado correspondiente a un Fiduciante, el Fiduciario podrá instruir al Banco Recaudador para que transfiera la totalidad de la Recaudación diaria correspondiente al Fiduciante de que se trate hasta cubrir el respectivo Monto Mensual Afectado.

El importe del Monto Mensual Afectado ha sido calculado considerando la tasa de interés máxima a devengar.

En cualquier momento el Fiduciario podrá aumentar el Monto Diario Afectado y el Monto Mensual Afectado, si fuera necesario reponer – o constituir en su caso – los Fondos de Gastos, y de Reserva.

Calificación de riesgo: Los Valores Fiduciarios cuentan con una calificación de riesgo, otorgada por Moody’s Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A., Registro No. 3 de la Comisión Nacional de Valores.

El informe de calificación es de fecha 15 de noviembre de 2017.

Los Valores de Deuda Fiduciaria Tramo I Clase A, se les ha asignado la calificación de “Baa2.ar” Los Valores de Deuda Fiduciaria Tramo I Clase B, se les ha asignado la calificación de “Baa3.ar”

Categoría Baa2.ar (sf): Los emisores o emisiones con calificación Baa.ar muestran una capacidad de pago promedio con relación a otros emisores locales. El modificador 2 indica que la calificación se ubica en el rango medio de su categoría.

La categoría equivalente es BBB.

Categoría Baa3.ar (sf): Los emisores o emisiones con calificación Baa.ar muestran una capacidad de pago promedio con relación a otros emisores locales. El modificador 3 indica una clasificación en el rango más bajo de esa categoría. La categoría equivalente es BBB(-).

El indicador (sf) significa que los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros que correspondan a un financiamiento estructurado (structured finance, por sus siglas en inglés).

DESCRIPCIÓN DE LOS FIDUCIANTES

EMPRESA DE TRANSPORTE ROSARIO S.A. (ETRSA)

La sociedad fue constituida el 5 de mayo de 2012, e inscripta el 16 de junio de 2012 bajo el nro. 748, Tomo 583, Folio 11335. Su domicilio social se encuentra en la calle 2133 nro. 3450 de la Ciudad de Rosario, Provincia. de Santa Fe. Su página de Internet es www.empresadetransporterosario.com.ar. Cuit 33-7030332-9. Su ejercicio cierra el 31 de diciembre de cada año. Su teléfono es +54-0341-4205608. Su dirección de correo electrónico es ggodoyp@empresadetransporterosario.com.ar. Tiene como único accionista a la Municipalidad.

Descripción de los servicios prestados por la sociedad

Empresa de Transporte Rosario, o la ETR, como habitualmente la llaman los rosarinos, inició sus actividades el 12 de noviembre del 2012 y tiene a su cargo las líneas 112, 115, 126, 127, 131, 132, 138, 139, 140, 141, Enlace Bernardo de Irigoyen, Ronda CUR-Sur y el Servicio Diferencial Estación Rosario Sur. Además de las líneas mencionadas, también explota la bandera 115 Aeropuerto.

La flota está integrada por más de 160 unidades que recorren distintos puntos de interés y sectores de la ciudad, cubriendo la zona sudoeste, centro y noroeste, transportando a lo largo del año 2015, más de 27 millones de pasajeros.

A su vez, en el año 2015, la Municipalidad lanza el Sistema de Bicicletas Públicas, y le delega a la empresa la responsabilidad de operar el sistema, ocupándose de tareas de coordinación, monitoreo, balanceo en calle y reparación integral de las bicicletas.

Flota

La Empresa cuenta con más de 160 unidades marca Mercedes Benz, y la antigüedad promedio es de 4 años. Como muestra del compromiso con la mejora de la calidad de vida de los rosarinos, 90 de las más de 160 unidades tienen como característica principal poseer piso bajo, incluyendo 2 unidades articuladas 2015, que permiten el traslado de una mayor cantidad de pasajeros. Esto favorece la accesibilidad e integración de personas con movilidad restringida al sistema del Transporte Urbano de Pasajeros.

Todas las unidades poseen cesto para residuos, y actualmente, el 50% de las unidades cuentan con climatización (aire acondicionado y calefacción).

Las unidades poseen motores con tecnología Euro III, son ecológicamente correctos, y respetan las reglas de emisiones de contaminantes cumpliendo con las más altas exigencias sobre emisiones.

Tecnología

La flota esta 100% monitoreada con GPS y cuenta con equipamiento para Tarjeta sin Contacto, Tarjeta MIFARE DESFIRE EV1 con módulo MIFARE SAM AV2.

Estados contables de los últimos tres ejercicios

La información contable de la empresa incluida en este Prospecto respecto del ejercicio económico finalizado el 31 de diciembre de 2014, 2015 y 2016, ha sido extraída de los estados contables de la empresa, auditados por Auditors Asociated y por el Tribunal de Cuentas.

(Ver Solapa Balances)

Descripción	Balance		
	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
ACTIVO			
ACTIVO CORRIENTE			
Caja y bancos	26.583.907	1.604.353	6.486.204
Cuentas por cobrar	124.481.799	46.814.719	31.463.217
Otros creditos			
Creditos fiscales	55.665.695	40.579.846	24.210.991
Bienes de cambio	12.804.298	8.596.299	5.649.710
Activos Intangibles			
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	219.535.699	97.595.217	67.810.122
ACTIVO NO CORRIENTE			
Inversiones Permanentes	1.292.470	1.292.470	1.292.470
Bienes de uso	397.132.828	277.485.770	133.607.692
Cuentas por cobrar	1.387.198	1.130.633	19.992.779
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	399.812.496	279.908.873	154.892.941
TOTAL ACTIVO	619.348.195	377.504.090	222.703.063

PASIVO			
PASIVO CORRIENTE			
Deudas Comerciales	38.561.268	29.772.956	7.932.231
Deudas Financieras	73.391.458	93.199.554	67.369.197
Deudas Fiscales	2.097.368	3.013.438	1.362.511
Deudas Sociales	93.667.881	63.725.670	47.510.197
Otros pasivos	25.517.060	6.361.989	5.490.664
TOTAL PASIVO CORRIENTE	233.235.035	196.073.607	129.664.800
PASIVO NO CORRIENTE			
Deudas Bancarias	78.315.442	41.826.100	16.950.626
Deudas Comerciales	14.549.982	0	0
Deudas Fiscales	6.464.397	10.874.000	229.453
Previsiones	11.713.426	11.859.440	12.098.666
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	111.043.247	64.559.540	29.278.745
TOTAL PASIVO	344.278.282	150.821.637	84.307.292
Participacion de terceros	-	-	-
PATRIMONIO NETO	275.069.913	226.682.453	138.395.771
TOTAL PASIVO + Part de Terceros + PN	619.348.195	377.504.090	222.703.063

Los saldos en el rubro "Caja y Bancos" se refieren a fondos provenientes de un préstamo bancario que se aplicó en el mes de agosto 2017.

Estado De Resultados			
	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Ventas	513.602.126	329.355.096	244.267.778
Subsidios	495.335.387	343.828.212	207.920.925
Costo de ventas	-901.812.879	-611.293.008	-434.073.416
Ganancia Bruta	107.124.634	61.890.300	18.115.287
Gastos			
Gastos de Comercializacion	-	-	-
Gastos de Administracion	-45.494.712	-18.332.449	-23.220.226
Gastos financieros	-33.810.234	-11.528.666	-7.505.687
Otros Ingresos/Egresos	44.232.483	-5.951.195	25.098.713
depreciaciones	-32.096.235	-18.791.206	-12.706.694
Resultado antes de Impuesto a las Gana	39.955.936	7.286.784	-218.607
Impuesto a las Ganancias	-13.984.578	-2.550.374	0
Resultado del Ejercicio	25.971.358	4.736.410	-218.607

Indicadores Financieros de los estados contables

(Ver Solapa Balances)

Índice de Solvencia =	PATRIMONIO NETO			
	PASIVO TOTAL			
	AÑO	PN	PASIVO TOTAL	IS
	2014	138.395.771	84.307.292	164,16%
	2015	226.682.453	150.821.637	150,30%
	2016	275.069.913	344.278.282	79,90%

Índice de rentabilidad =	UTILIDAD DEL EJERCICIO			
	PATRIMONIO NETO			
	AÑO	UTILIDAD	PATRIMONIO NETO	IR
	2014	-218.607	84.307.292	-0,26%
	2015	4.736.410	150.821.637	3,14%
	2016	25.971.358	344.278.282	7,54%

SISTEMA DE RECAUDACIÓN DE LAS TARIFAS CORRESPONDIENTES AL SISTEMA DE TRANSPORTE URBANO DE LA CIUDAD DE ROSARIO

En el sistema de transporte urbano de pasajeros de la Ciudad de Rosario, interactúan el hoy denominado Ente Movilidad como autoridad de aplicación – conforme a la ordenanza municipal 7802 -, el Banco de Rosario como operador financiero, y las empresas Sociedad del Estado para el Transporte Público de Rosario

Conforme a lo dispuesto en las ordenanzas municipales 8234 y 8498, los usuarios del servicio público de transporte prestado por las Empresas deben pagarlo mediante la utilización de una tarjeta electrónica denominada “Tarjeta Sin Contacto”. La operación, gestión y administración del sistema de TSC está a cargo de un Consejo de Administración, constituido con arreglo a lo dispuesto en el decreto municipal 3115, integrado por las Empresas.

El Banco de Rosario tiene a su cargo la recaudación de fondos correspondientes a la venta y recarga de las tarjetas, recaudación es distribuida diariamente entre las Empresas en función de la cantidad de viajes de cada una de ellas cuyo boleto es pagado mediante el uso de la TSC.

Descripción del circuito de cobranzas

Los pasajeros se movilizan en la red de transporte urbano de Rosario mediante la

Tarjeta Sin Contacto, que pueden recargar de 4 formas diferentes.

1. **Comercios habilitados (70%)**
2. **Cabinas (23%)**
3. **En las sucursales del BR (4%)**
4. **Red Link y Red Banelco (3%)**

El CAT informa diariamente al Banco de Rosario mediante un sistema de intercambio de archivos de datos los montos PRETENDIDOS. Los mismos surgen de las recaudaciones efectuadas.

Con dicha información el BR verifica en primera instancia que los recaudadores rindan el total de la recaudación del día, para luego realizar la conciliación entre los importes recaudados por los distribuidores y el pretendido de CAT. Por cada registro que el Banco machea (coincide), se ingresa a la Cuenta Recaudadora del BR de TSC el importe correspondiente.

Luego el BR informa los importes RENDIDOS a CAT. Tanto el BR como el CAT realizan la conciliación y verificación de PRETENDIDO-RENDIDO por día y por comercio.

La distribución del importe recaudado entre las empresas de transporte se realiza a través del Índice de Participación en el Sistema (IPS), determinado por el CAT en función de la información sobre cantidad de viajes cancelados que envía cada empresa mensualmente al centro de información del CAT. Estos importes se acreditan diariamente en las cuentas respectivas de cada una de las empresas.

Este índice indica el porcentaje que cada empresa representa en el sistema de transporte de Rosario, de acuerdo al importe cancelado en viajes. Incluye todos los datos de cada día del mes de análisis y considera tanto viajes urbanos como interurbanos.

Todos los importes rendidos el día anterior, son depositados el siguiente día alrededor del mediodía a cada una de las empresas en base al índice (IPS)

Dentro de los primeros días hábiles del mes siguientes al mes cerrado, se terminan de conciliar las diferencias entre los números que recibe el CAT y lo efectivamente

rendido en el Banco de Rosario.

COLOCACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LOS VALORES DE DEUDA FIDUCIARIA

Por instrucción de los Fiduciantes, se han designado colocadores de los Valores de Deuda Fiduciaria a los Agentes Miembros del Mercado Argentino de Valores S.A.

Los Colocadores percibirán una comisión de hasta el 0,50 % sobre el monto total de VF colocados.

Autorizada la oferta pública, y en la oportunidad que determinen los Colocadores y los Fiduciantes, según las condiciones del mercado y conforme lo informen previamente al Fiduciario, se publicará un Aviso de Colocación en los sistemas de información dispuestos por los Mercados en donde se listen los Valores de Deuda Fiduciaria y en la Autopista de la Información Financiera (“AIF”) de la CNV, en el que se indicará, entre otros, el Período de Difusión, el Período de Licitación y la Fecha de Emisión (el “Aviso de Colocación”).

Publicado el Aviso de Colocación se procederá a dar comienzo al período de difusión que será de por lo menos 3 (tres) Días Hábiles Bursátiles (el “Período de Difusión”). Una vez finalizado el Período de Difusión comenzará el período de licitación que será de por lo menos 1 (un) Día Hábil Bursátil (el “Período de Licitación” y junto con el Período de Difusión el “Período de Colocación”). El Período de Colocación podrá ser modificado, prorrogado y/o suspendido en cualquier momento por los Colocadores, con la previa aprobación de los Fiduciantes y previa notificación al Fiduciario, circunstancia que se informará mediante la publicación, de un nuevo Aviso de Colocación en los sistemas de información dispuestos por los Mercados en donde se listen los Valores de Deuda Fiduciaria como mínimo el día hábil anterior al Periodo de Licitación, y en la AIF de la CNV.

La colocación se realizará mediante el sistema denominado “Subasta Holandesa Modificada” conforme al rango de tasa que surja de la oferta y la demanda una vez finalizada la licitación pública, a través del sistema informático de colocaciones primarias del Mercado Argentino de Valores S.A. (“SEMAV”) autorizado por la CNV. La licitación pública será abierta. Las solicitudes de suscripción serán recibidas por los Colocadores y los demás agentes autorizados.

El monto mínimo de suscripción es de \$ 20.000 (pesos veinte mil) y múltiplos de 1.

1. Las solicitudes de suscripción referidas a los Valores de Deuda Fiduciaria se recibirán separadamente para el Tramo Competitivo (ofertas superiores a un valor nominal de \$ 100.000) y para el Tramo No Competitivo (ofertas iguales o inferiores a un valor nominal de \$ 100.000). Las solicitudes de suscripción correspondientes al Tramo Competitivo deberán indicar la tasa de rendimiento (“TIR”) solicitada para los VDF.

2. En ambos tramos la adjudicación se realizará a una tasa única (la “Tasa de Corte”, conforme se describe a continuación), que será la mayor tasa aceptada para las ofertas registradas en el Tramo Competitivo conforme al procedimiento indicado en el apartado 3 siguiente.

3. A efectos de determinar la Tasa de Corte de los VDF, las ofertas se anotarán comenzando con las ofertas registradas en el Tramo No Competitivo que alcancen hasta el 50% del valor nominal de la Clase respectiva. Luego se anotarán las del Tramo Competitivo que soliciten una TIR inferior o igual a la tasa mínima o fija, según corresponda, establecida en las condiciones de emisión para cada clase de Valores de Deuda Fiduciaria (la “Tasa Cupón”) hasta alcanzar el nivel de ofertas sin que sea necesario agotar la totalidad de los VDF disponibles en cada Clase. En el caso que de tal modo no se haya podido colocar la totalidad de los Valores de Deuda Fiduciaria disponibles en cada Clase, dicha circunstancia podrá resolverse mediante:

- (i) la adjudicación de los Valores de Deuda Fiduciaria remanentes a los Fiduciantes, conforme lo establecido en el apartado 11 siguiente; y/o
- (ii) la adjudicación de los Valores de Deuda Fiduciaria remanentes a los respectivos underwriters, en caso de corresponder; y/o
- (iii) la adjudicación de los Valores de Deuda Fiduciaria a las ofertas recibidas a una tasa superior a la Tasa Cupón, mediante el prorrateo de las ofertas que comiencen con la menor tasa ofrecida por sobre la Tasa Cupón, hasta completar total o parcialmente los Valores de Deuda Fiduciaria disponibles de cada Clase. Si no se hubiesen registrado ofertas en el Tramo No Competitivo la Tasa de Corte se determinará en base a las ofertas que se hubieren formulado para el Tramo Competitivo en la forma preestablecida para dicho tramo.

Con la autorización de los Colocadores, los Fiduciantes se reservan el derecho de rechazar total o parcialmente aquellas ofertas recibidas a una tasa mayor a la Tasa Cupón, pudiendo asimismo establecer una Tasa de Corte mayor a la Tasa Cupón, a efectos de determinar una Tasa de Corte que considere satisfactoria conforme las

condiciones actuales de mercado.

4. Determinada la Tasa de Corte, los Valores de Deuda Fiduciaria serán adjudicados comenzando por las ofertas formuladas en el Tramo No Competitivo de la siguiente forma:

(i) Si las ofertas en el Tramo No Competitivo superan el 50% del valor nominal de la respectiva Clase, la totalidad de las ofertas en este último tramo serán prorrateadas reduciéndose por lo tanto en forma proporcional los montos adjudicados hasta alcanzar el 50% del valor nominal de la Clase o hasta alcanzar el porcentaje de ofertas recibidas en el Tramo Competitivo -si éste fuera menor al 50%-, y luego continuará la adjudicación en el Tramo Competitivo en la forma indicada en el apartado 3 anterior.

(ii) Si las ofertas en el Tramo No Competitivo no superan el 50% del valor nominal de la respectiva Clase, la totalidad de las ofertas en este último tramo serán adjudicadas conforme las cantidades solicitadas sin prorrateo alguno hasta alcanzar el porcentaje de ofertas recibidas en el Tramo Competitivo, y luego continuará la adjudicación en el Tramo Competitivo en la forma indicada en el apartado 3 anterior.

(iii) Si no existiesen ofertas en el Tramo No Competitivo, la totalidad de las ofertas recibidas en el Tramo Competitivo se adjudicarán en la forma indicada en el apartado 1.3 anterior.

(iv) Si no existiesen ofertas en el Tramo Competitivo -independientemente de existir o no ofertas en el Tramo No Competitivo- los Colocadores con el consentimiento de los Fiduciantes y previa notificación al Fiduciario declararán desierta la colocación de la o las Clases respectivas, adjudicándose los Valores de Deuda Fiduciaria de dicha/s Clase/s a los Fiduciantes conforme lo indicado en el apartado 7 siguiente y/o a los respectivos underwriters, en caso de corresponder, conforme lo indicado en el apartado 13 siguiente.

En todos los casos las adjudicaciones se realizarán de conformidad con el límite establecido en el artículo 4º, inciso (b), Capítulo IV, Título VI de las NORMAS N.T. 2013 y mod., aclarándose que la adjudicación en el Tramo No Competitivo no podrá superar el 50% del monto adjudicado a terceros distintos de los Fiduciantes.

5. Las adjudicaciones en el nivel de la mayor tasa aceptada se harán a prorrata en el caso que esas ofertas superen el importe remanente a adjudicar.

6. Al finalizar el Período de Colocación, los resultados se informarán al Fiduciario y se publicará un aviso en los sistemas de información dispuestos por los Mercados en donde se listen los Valores de Deuda Fiduciaria y en la AIF de la CNV, informando el resultado de la colocación y la Tasa de Corte para los VDF. A su vez, se comunicará a los respectivos presentantes de solicitudes de suscripción el precio de colocación -que será único y que resulta de la Tasa de Corte para los VDF -y las cantidades asignadas, debiéndose pagar el precio en la Fecha de Emisión.

7. Los Valores de Deuda Fiduciaria no colocados entre terceros, podrán ser adjudicados a los Fiduciantes como contraprestación de la transferencia de los Activos Fideicomitidos al Fideicomiso. El precio de adjudicación de los Valores de Deuda Fiduciaria será equivalente a:

- (i) la Tasa de Corte, en caso de existencia de ofertas, o
- (ii) su valor nominal, en caso de inexistencia de ofertas.

8. Cada uno de los Colocadores percibirá una comisión de hasta el 0,5% sobre el monto efectivamente colocado por cada uno de ellos entre terceros. Ni los Fiduciantes ni el Fiduciario pagarán comisión alguna y/o reembolsarán gasto alguno a los agentes autorizados distintos de los Colocadores, sin perjuicio de lo cual, dichos agentes podrán cobrar comisiones y/o gastos directa y exclusivamente a los oferentes que hubieran cursado órdenes de compra a través suyo. (ver solapa Subasta)

VDFA

total de ofertas recibidas	62.960.000,00
total de oferentes	23,00
total de ofertas aceptadas	14,00

Ofertas competitivas VDF A

cantidad	tasa licitada				
2	25	5.500.000,00	100,00%	total de valor nominal aceptado	41.477.869,00
2	26	20.000.000,00	100,00%	tasa de corte	30%
1	29,95	1.000.000,00	100,00%	precio de colocacion	98,07%
9	30	23.460.000,00	63,84%	porcentaje de prorrateo tramo compet	0,638442839
3	30,5	5.000.000,00		nominales a prorrate	23.460.000,00
2	30,65	2.000.000,00		sobreoferta en porcentaje	0,517917905
1	31	1.000.000,00		sobreoferta en nominales	21.482.131,00
3	36	5.000.000,00			

VDFB

total de ofertas recibidas 50.000.000,00
total de oferentes 9,00
total de ofertas aceptadas 5,00

Ofertas competitivas VDF B

cantidad	tasa licitada	nominales			
1	24	20.000.000,00	100,00%	total de valor nominal aceptado	41.477.869,00
1	30,5	1.000.000,00	100,00%	tasa de corte	31%
1	30,99	8.000.000,00	100,00%	precio de colocacion	94,88%
1	31	10.000.000,00	100,00%	porcentaje de prorrateo tramo compet	0,825956333
1	31,15	3.000.000,00	82,60%	nominales a prorrata	3.000.000,00
1	31,75	3.000.000,00		sobreoferta en porcentaje	0,205462122
3	39	5.000.000,00		sobreoferta en nominales	8.522.131,00

A continuación, se agregan las notificaciones del MAV, donde se informan las ofertas recibidas.



Rosario, 27 de Noviembre de 2017.

Bolsa de Comercio de Rosario
Presente

Ref.: Fideicomiso Financiero TRANSPORTES ROSARIO Tramo I

Resultado de su colocación

De nuestra mayor consideración:

Por la presente, en nuestro carácter de Organizadores de la Colocación y autorizado del Fiduciario en el fideicomiso de la referencia, informamos que ha sido suscripta la emisión del mismo por un total de V\$N 82.955.738.

A continuación se realiza un detalle de la colocación:

Valores de Deuda Fiduciaria Clase VDF A

Total de las ofertas recibidas: V\$N 62,960,000.

Total de oferentes: 23

Total de ofertas aceptadas en firme: 14

Ofertas competitivas:

Cantidad	Tasas licitadas	Nominales
2	25.00	5500000.00
2	26.00	20000000.00
1	29.98	1000000.00
9	30.00	23460000.00
3	30.50	5000000.00
2	30.65	2000000.00
1	31.00	1000000.00
3	36.00	5000000.00

Ofertas no competitivas:

Cantidad	Nominales
0	0.00

Total de valor nominal aceptado: V\$N 41,477,869.00.

Tasa de corte: 30.00%.

Precio de colocación: 98.0664%.

Porcentaje de prorrato Tramo Competitivo: 63.84%.

Nominales a prorrata: 23,460,000.00.

Sobreferta en porcentaje: 51.79%.

Sobreferta en nominales: V\$N 21,482,131.00.



Valores de Deuda Fiduciaria Clase VDF B

Total de las ofertas recibidas: VSN 50,000,000.

Total de oferantes: 9

Total de ofertas aceptadas en firme: 5

Ofertas competitivas:

Cantidad	Tasas licitadas	Nominales
1	24.00	20000000.00
1	30.50	10000000.00
1	30.99	8000000.00
1	31.00	10000000.00
1	31.15	3000000.00
1	31.75	3000000.00
3	39.00	5000000.00

Ofertas no competitivas:

Cantidad	Nominales
0	0.00

Total de valor nominal aceptado: VSN 41,477,869.00.

Tasa de corte: 31.15%.

Precio de colocación: 94.8824%.

Porcentaje de promaseo Tramo Competitivo: 82.60%.

Nominales a prorrata: 3,000,000.00.

Sobresoferta en porcentaje: 20.55%.

Sobresoferta en nominales: VSN 8,522,131.00.

Mercado Argentino de Valores S.A.
Fernando J. Luciani
Gerente General

Pago de los Servicios

(Ver solapa Pago de Servicios)

Pago del 1er Servicio

Se comunica que el 28 de diciembre de 2017 se pagará el servicio N° 1 de los Valores Fiduciarios correspondientes al Fideicomiso Financiero Transportes Rosario, emitido el 29 de noviembre de 2017.

Pago de servicios nro.:	1
Período de devengamiento:	28/11/2017-27/12/2017
Valores de Deuda Fiduciaria Clase "A"	
Porcentaje de amortización de capital:	17,58316% s/ capital nominal
Amortización en pesos:	7.293.118,77
Nuevo Valor Residual:	34.184.750,23
Porcentaje sobre V.N. inicial:	82,41684%
Tasa del Período - TNA (Variable)	24,9000%
Porcentaje de intereses del período:	2,04658% s/ capital nominal
Total intereses en pesos:	848.875,84
Valores de Deuda Fiduciaria Clase "B"	
Porcentaje de amortización de capital:	0,00000% s/ capital nominal
Amortización en pesos:	-
Nuevo Valor Residual:	41.477.869,00
Porcentaje sobre V.N. inicial:	100,00000%
Tasa del período - TNA (Variable):	25,9000%
Porcentaje de intereses del período:	2,12877% s/ capital nominal
Total intereses en pesos:	882.967,24

Los servicios se pagarán mediante acreditación en las subcuentas de los titulares de Valores Fiduciarios en Caja de Valores S. A., en el horario de atención al público.

Pago del 2do Servicio

Se comunica que el 29 de enero de 2018 se pagará el servicio N° 2 de los Valores Fiduciarios correspondientes al Fideicomiso Financiero Transportes Rosario, emitido el 29 de noviembre de 2017. (VDF Tramo I Clase A Nro. 53038 y VDF Tramo I clase B Nro. 53039).

Pago de servicios nro.:	2
Período de devengamiento:	28/12/2017-28/01/2018
Valores de Deuda Fiduciaria Clase "A"	
Porcentaje de amortización de capital:	6,64008% s/ capital nominal
Amortización en pesos:	2.754.164,25
Nuevo Valor Residual:	31.430.585,97
Porcentaje sobre V.N. inicial:	75,77676%
Tasa del Período - TNA (Variable)	25,1994%
Porcentaje de intereses del período:	1,82080% s/ capital nominal
Total intereses en pesos:	755.230,86
Valores de Deuda Fiduciaria Clase "B"	
Porcentaje de amortización de capital:	0,00000% s/ capital nominal
Amortización en pesos:	-
Nuevo Valor Residual:	41.477.869,00
Porcentaje sobre V.N. inicial:	100,00000%
Tasa del período - TNA (Variable):	26,1994%
Porcentaje de intereses del período:	2,29693% s/ capital nominal
Total intereses en pesos:	952.719,15

Los servicios se pagarán mediante acreditación en las subcuentas de los titulares de Valores Fiduciarios en Caja de Valores S. A., en el horario de atención al público.

Pago del 3er Servicio

Se comunica que el 28 de febrero de 2018 se pagará el servicio N° 3 de los Valores Fiduciarios correspondientes al Fideicomiso Financiero Transportes Rosario, emitido el 29 de noviembre de 2017. (VDF Tramo I Clase A Nro. 53038 y VDF Tramo I clase B Nro. 53039).

Pago de servicios nro.:	3
Periodo de devengamiento:	29/01/2018-27/02/2018
<u>Valores de Deuda Fiduciaria Clase "A"</u>	
Porcentaje de amortización de capital:	7,21254% s/ capital nominal
Amortización en pesos:	2.991.607,15
Nuevo Valor Residual:	28.438.978,82
Porcentaje sobre V.N. inicial:	68,56422%
Tasa del Período - TNA (Variable)	24,8688%
Porcentaje de intereses del período:	1,54889% s/ capital nominal
Total intereses en pesos:	642.444,62
<u>Valores de Deuda Fiduciaria Clase "B"</u>	
Porcentaje de amortización de capital:	0,00000% s/ capital nominal
Amortización en pesos:	-
Nuevo Valor Residual:	41.477.869,00
Porcentaje sobre V.N. inicial:	100,00000%
Tasa del período - TNA (Variable):	25,8688%
Porcentaje de intereses del período:	2,12620% s/ capital nominal
Total intereses en pesos:	881.903,59

Los servicios se pagarán mediante acreditación en las subcuentas de los titulares de Valores Fiduciarios en Caja de Valores S. A., en el horario de atención al público.

CUADROS TEÓRICOS DE PAGO DE SERVICIOS PARA EL TRAMO I

VDFA				
Fecha	Capital	Interes	Servicio total	Saldo
				41.477.869
28/12/2017	7.428.204	750.011	8.178.215	34.049.665
29/1/2018	2.908.149	656.739	3.564.888	31.141.516
28/2/2018	3.089.099	563.107	3.652.206	28.052.417
28/3/2018	3.243.524	473.433	3.716.957	24.808.893
30/4/2018	3.056.547	493.459	3.550.006	21.752.346
28/5/2018	3.351.502	367.108	3.718.610	18.400.844
28/6/2018	2.902.921	343.819	3.246.740	15.497.923
30/7/2018	3.291.399	298.919	3.590.318	12.206.524
28/8/2018	3.488.444	213.363	3.701.807	8.718.080
28/9/2018	3.490.752	162.897	3.653.649	5.227.328
29/10/2018	3.530.770	97.672	3.628.442	1.696.558
28/11/2018	1.696.558	30.677	1.727.235	-
28/12/2018	-	-	-	-
Totales	41.477.869	4.451.203	45.929.072	

CUADROS REAL DE PAGO DE SERVICIOS PARA EL TRAMO I

VDFA								
Fecha	tasa	Capital	%	Interes	Servicio total	Saldo	%	
28/11/2017						41.477.869		
28/12/2017	24,90%	7.293.119	17,58316%	848.876	8.141.995	34.184.750	82,41684%	
29/1/2018	25,20%	2.754.164	6,64008%	755.231	3.509.395	31.430.586	75,77676%	
28/2/2018	24,87%	2.991.607	7,21254%	642.445	3.634.052	28.438.979	68,56422%	
28/3/2018		3.243.524		473.433	3.716.957	24.808.893		
30/4/2018		3.056.547		493.459	3.550.006	21.752.346		
28/5/2018		3.351.502		367.108	3.718.610	18.400.844		
28/6/2018		2.902.921		343.819	3.246.740	15.497.923		
30/7/2018		3.291.399		298.919	3.590.318	12.206.524		
28/8/2018		3.488.444		213.363	3.701.807	8.718.080		
28/9/2018		3.490.752		162.897	3.653.649	5.227.328		
29/10/2018		3.530.770		97.672	3.628.442	1.696.558		
28/11/2018		1.696.558		30.677	1.727.235	-		
28/12/2018		-		-	-	-		
Totales		41.477.869		4.451.203	45.929.072			

VDFB				
Fecha	Capital	Interes	Servicio total	Saldo
				41.477.869
28/12/2017	-	784.102	784.102	41.477.869
29/1/2018	-	836.376	836.376	41.477.869
28/2/2018	-	784.102	784.102	41.477.869
28/3/2018	-	731.829	731.829	41.477.869
30/4/2018	-	862.512	862.512	41.477.869
28/5/2018	-	731.829	731.829	41.477.869
28/6/2018	-	810.239	810.239	41.477.869
30/7/2018	-	836.376	836.376	41.477.869
28/8/2018	-	757.965	757.965	41.477.869
28/9/2018	-	810.239	810.239	41.477.869
29/10/2018	-	810.239	810.239	41.477.869
28/11/2018	1.961.038	784.102	2.745.140	39.516.831
28/12/2018	3.731.417	747.031	4.478.448	35.785.414
28/1/2019	3.750.711	699.041	4.449.752	32.034.703
28/2/2019	3.859.883	625.774	4.485.657	28.174.820
28/3/2019	3.996.998	497.112	4.494.110	24.177.822
29/4/2019	3.976.015	487.531	4.463.546	20.201.807
28/5/2019	4.131.515	369.167	4.500.682	16.070.292
28/6/2019	4.190.617	313.921	4.504.538	11.879.675
29/7/2019	4.246.645	232.061	4.478.706	7.633.030
28/8/2019	4.370.160	144.296	4.514.456	3.262.870
30/9/2019	3.262.870	67.850	3.330.720	-
28/10/2019	-	-	-	-
Totales	41.477.869	13.723.692	55.201.561	

VDFB								
Fecha	tasa	Capital	%	Interes	Servicio total	Saldo	%	
28/11/2017						41.477.869		
28/12/2017	25,90%			882.967	882.967	41.477.869	100,00000%	
29/1/2018	26,20%			952.719	952.719	41.477.869	100,00000%	
28/2/2018	25,87%			881.904	881.904	41.477.869	100,00000%	
28/3/2018		-		731.829	731.829	41.477.869		
30/4/2018		-		862.512	862.512	41.477.869		
28/5/2018		-		731.829	731.829	41.477.869		
28/6/2018		-		810.239	810.239	41.477.869		
30/7/2018		-		836.376	836.376	41.477.869		
28/8/2018		-		757.965	757.965	41.477.869		
28/9/2018		-		810.239	810.239	41.477.869		
29/10/2018		-		810.239	810.239	41.477.869		
28/11/2018		1.961.038		784.102	2.745.140	39.516.831		
28/12/2018		3.731.417		747.031	4.478.448	35.785.414		
28/1/2019		3.750.711		699.041	4.449.752	32.034.703		
28/2/2019		3.859.883		625.774	4.485.657	28.174.820		
28/3/2019		3.996.998		497.112	4.494.110	24.177.822		
29/4/2019		3.976.015		487.531	4.463.546	20.201.807		
28/5/2019		4.131.515		369.167	4.500.682	16.070.292		
28/6/2019		4.190.617		313.921	4.504.538	11.879.675		
29/7/2019		4.246.645		232.061	4.478.706	7.633.030		
28/8/2019		4.370.160		144.296	4.514.456	3.262.870		
30/9/2019		3.262.870		67.850	3.330.720	-		
28/10/2019		-		-	-	-		
Totales		41.477.869		13.723.692	55.201.561			

Los presentes cuadros de Pagos de Servicios se calcularon utilizando la respectiva tasa mínima de cada VDF.

Anexos

Cash Flow	mar-17	abr-17	may-17	jun-17	jul-17	ago-17	sep-17
Disponibilidades el Inicio	0	0	0	0	0	0	0
Disponibilidades al Cierre	0	0	0	0	0	0	0
Aumento / Disminución de Disponibilidades	0	0	0	0	0	0	0
ANALISIS DE LAS VARIACIONES							
ACTIVIDADES OPERATIVAS							
RECAUDACIÓN	47.280.628,00	42.389.357,00	53.130.696,00	49.064.585,00	45.961.465,00	49.499.726,00	51.537.298,00
SUBSIDIOS	59.017.033,00	60.130.704,00	56.517.318,00	84.098.792,00	82.701.350,00	69.976.908,00	65.023.964,00
NACIONALES	26.476.098,00	33.768.485,00	40.243.381,00	38.671.743,00	39.271.563,00	37.158.706,00	34.021.448,00
FONDO COMPENSADOR MUNICIPAL	8.448.394,00	9.100.418,00	8.389.737,00	5.105.402,00	7.364.358,00	10.604.048,00	5.411.702,00
FONDO COMPENSADOR PROVINCIAL	1.298.364,00	1.772.659,00	3.295.455,00	4.564.910,00	5.466.918,00	4.841.002,00	2.156.908,00
APORTES MUNICIPALES	22.794.177,00	15.489.142,00	4.588.745,00	35.756.737,00	30.598.511,00	17.373.152,00	23.433.906,00
OTROS INGRESOS	333.816,00	495.604,00	866.194,00	931.064,00	103.855,00	339.784,00	40.220.942,00
	106.631.477,00	103.015.665,00	110.514.208,00	134.094.441,00	128.766.670,00	119.816.418,00	156.782.204,00
GASTOS DE PERSONAL	62.294.779,00	59.167.808,00	66.114.679,00	92.407.268,00	85.935.353,00	76.424.961,00	75.032.224,00
COMBUSTIBLE	8.885.612,00	7.258.059,00	9.241.471,00	9.144.327,00	9.942.276,00	10.252.243,00	9.600.237,00
MANTENIMIENTO UNIDADES	8.723.448,00	7.823.513,00	8.491.383,00	9.590.447,00	8.731.893,00	8.367.324,00	8.334.935,00
SEGUROS	937.082,00	840.123,00	948.201,00	1.087.420,00	776.659,00	880.580,00	928.012,00
ALQUILERES	392.683,00	424.992,00	443.758,00	427.370,00	426.455,00	433.851,00	432.708,00
SERVICIOS DE TERCEROS	3.311.323,00	2.055.745,00	2.776.637,00	2.410.451,00	2.786.089,00	3.017.002,00	2.757.518,00
GASTOS DE CONSERVACIÓN Y MANTENIMIENTO	610.649,00	947.036,00	340.918,00	346.599,00	352.281,00	357.963,00	447.756,00
INVERSIONES RENOVACION FLOTA	417.147,00	1.073.477,00	147.079,00	155.045,00	459.656,00	229.888,00	417.751,00
IMPUESTOS, TASAS Y DERECHOS	2.917.204,00	3.445.875,00	3.164.505,00	2.874.197,00	2.673.698,00	3.557.763,00	3.177.252,00
ALQUILERES PREDIOS	341.280,00	346.341,00	333.429,00	341.352,00	414.471,00	342.616,00	363.133,00
OTROS GASTOS BANCARIOS	1.126.829,00	960.291,00	1.160.037,00	1.242.897,00	1.192.285,00	1.193.659,00	1.729.356,00
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	2.179.465,00	2.114.299,00	1.756.958,00	1.757.315,00	1.914.408,00	2.204.531,00	1.918.735,00
GASTOS LEGALES (Indemnizaciones Laborales y Sinistros)	2.056.467,00	5.159.464,00	4.174.294,00	842.612,00	1.603.321,00	1.672.893,00	1.161.157,00
	94.193.968,00	91.617.023,00	99.093.349,00	122.627.300,00	117.208.845,00	108.935.274,00	106.300.774,00
FLUJO NETO DE ACTIVIDADES OPERATIVAS	12.437.509,00	11.398.642,00	11.420.859,00	11.467.141,00	11.557.825,00	10.881.144,00	50.481.430,00
ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN							
PRESTAMO COMPRA UNIDADES	6.195.643,00	5.558.699,00	5.580.933,00	5.559.933,00	5.527.759,00	4.861.069,00	4.442.916,00
CUOTAS PRESTAMO COMPRA UNIDADES	6.241.865,00	5.839.925,00	5.839.925,00	5.907.206,00	6.020.065,00	6.020.065,00	6.038.514,00
FLUJO NETO DE ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	12.437.508,00	11.398.624,00	11.420.858,00	11.467.139,00	11.547.824,00	10.881.134,00	10.481.430,00
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN							
INVERSIÓN EN FLOTA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	40.000.000,00
VENTA DE FLOTA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FLUJO NETO DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	40.000.000,00
VARIACIÓN DEL EFECTIVO	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

* Otros ingresos: Underwritings aplicado en Inversión en flota.

El flujo efectivo expone que, dada la característica del fiduciante y la composición de su fuente de ingreso, "recaudación" y "subsídios", las mismas no generan fondos operativos excedentes.

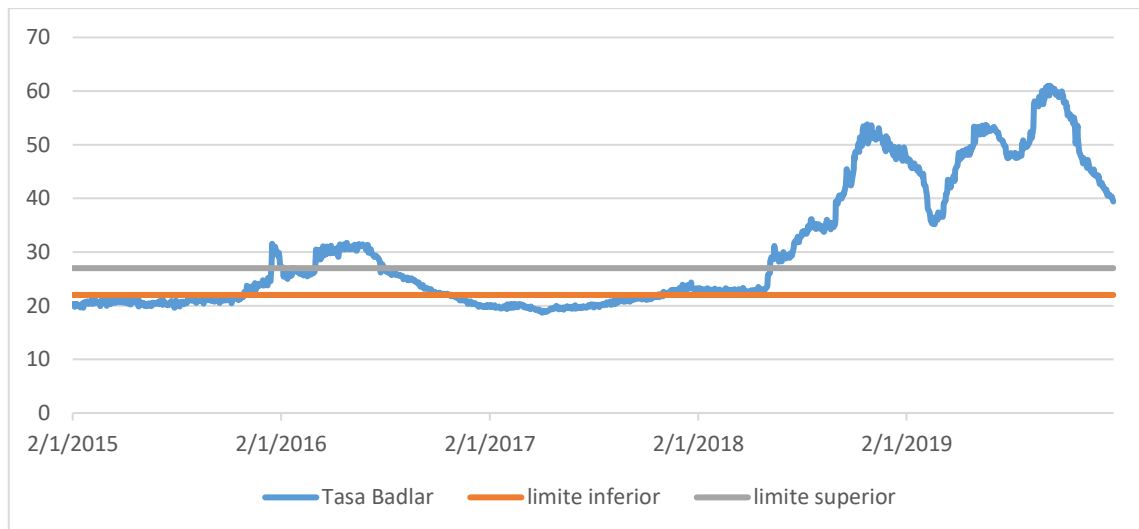
Conclusiones

Cuando se define al fideicomiso, la palabra confianza es fundamental, ya sea en el instrumento, en los participantes, en el negocio en sí.

En el lanzamiento de un prospecto, se debe informar detalladamente cuáles serán las fuentes de las que provendrán los fondos para el pago de los servicios y como se va a invertir el dinero. La empresa analizada, según lo observado, demuestra firmemente en que se utilizará el dinero, y como se hará el repago, esto se tradujo en una sobreoferta en la subasta holandesa.

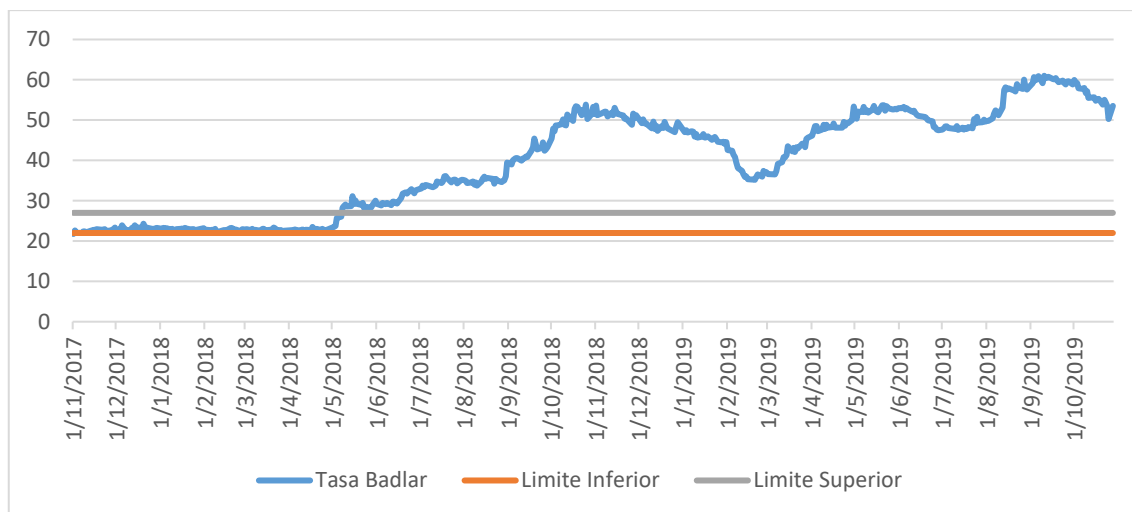
El momento del lanzamiento fue fundamental el coto a la tasa, ya sea en el nivel superior como en el inferior, asegura el pago de un interés adecuado, pero sin comprometer a la empresa. Esta decisión claramente limita el riesgo, y si bien hace un poco menos atractivo el rendimiento, el mercado privilegia la seguridad de pago por sobre algunos puntos de tasa.

En el siguiente grafico vemos la evolución de la tasa Badlar en los últimos 5 años, teniendo hasta mediados del 2018 una relativa estabilidad.



Fuente: Elaboración Propia con datos de BCRA

Luego, en el grafico siguiente, observamos el comportamiento de la tasa Badlar durante el período nov/17 a Nov/19 (tiempo que dura el fideicomiso analizado) notando que luego de Jun/18 la tasa comienza a subir, generando un perjuicio para los beneficiarios por un aumento desmedido, muy por encima de los 27-28 puntos de los VDF.



Fuente: Elaboración Propia con datos de BCRA

La prolijidad de la empresa, y de su sistema de recaudación, a la vista de Moody's es más que aceptable, y le brinda una de las calificaciones más altas en la tabla.

Esta herramienta, por otro lado, no desplaza a las alternativas tradicionales de financiamiento (bancarias) sino que las complementan. Pero a un costo mucho menor por la desintermediación financiera, ya que pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero, que tiene como consecuencia costos de endeudamiento menores, tasas de rendimientos mayores a las que se presentan en el mercado y se disminuye o dispersa el riesgo de no pago.

El uso de esta herramienta, fue aprovechado por la empresa pública, dado que la deuda no figura en balances (se saltó el cerco político que impedía tomar deuda tradicional) y a través de la inversión pudo mejorar la prestación del servicio.

Podemos concluir, diciendo que las virtudes de la titulación de activos, desde costos más bajos, a la reducción de riesgos, son tan numerosas y tan positivas, que ninguna empresa, ni pública ni privada, puede ignorar el uso de esta revolucionaria técnica financiera.

Bibliografía

Báez, J. (2009). Protección del Fideicomiso Financiero. Buenos Aires: Editorial Universidad.

Colombo, C. J. (1995). Antecedentes Parlamentarios de la Ley 24.441. Buenos Aires, Argentina: La Ley.

Freire, Bettina V., El fideicomiso: Sus proyecciones en los negocios inmobiliarios, Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma.

Lasca, J. H., Práctica del fideicomiso, 1ª reimpresión, Astrea, Buenos Aires, 2005

López de Zavalía, Fernando J., Fideicomiso, Leasing, Letras hipotecarias, Ejecución hipotecaria, Contrato de consumición, Editorial Zavalía, Año 1998.

Papa, Rodolfo. Fideicomiso para Abogados y Contadores, Erreius, Buenos Aires, 2017

Peire, Juan Manuel "El Contrato de Fideicomiso. Breve reseña del Fideicomiso en Distintas etapas". Revista El Derecho, diario de doctrina y jurisprudencia del 17 de abril de 2017.

Peire, Juan Manuel "El Contrato de Fideicomiso Financiero y el Nuevo Código Civil y Comercial de la Nación (parte 2). Breve reseña del Fideicomiso en Distintas etapas". Revista El Derecho, diario de doctrina y jurisprudencia del 22 de Noviembre de 2017.

Rodriguez Azuero, S. (2005). Negocios fiduciarios: su significación en América Latina. Bogota, Colombia: Legis.

Páginas Web Visitadas:

BILVAO ARANDA, FACUNDO MARTÍN “El contrato de fideicomiso a la luz del nuevo Código Civil y Comercial”, 30 de Julio de 2015 <www.infojus.gov.ar> URL permanente <<http://www.saij.gob.ar/facundo-martin-bilvao-aranda-contrato-fideicomiso-luz-nuevo-codigo-civil-comercial-dacf150449-2015-07-30/123456789-0abc-defg9440-51fcanirtcod?&o=0&f=Total%7CFecha%2F2015%2F07%7CEstado+de+Vigencia%5B5%2C1%5D%7CTema%2FDerecho+civil%5B2%2C1%5D%7COrganismo%5B5%2C1%5D%7CAutor%5B25%2C1%5D%7CJurisdicci%F3n%5B5%2C1%5D%7CTribunal%5B5%2C1%5D%7CPublicaci%F3n%5B5%2C1%5D%7CColecci%F3n+tem%E1tica%5B5%2C1%5D%7CTipo+de+Documento%2FDoctrina&t=27>> [Última visita 19/04/2020]

Consultora Rosario Fiduciaria <<https://www.rosfid.com.ar/>> [Última Visita 19/04/2020]

Emisiones de Fideicomisos Financieros

<<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes/Busqueda>> [Última Visita 19/04/2020]

Fideicomisos financieros <<https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/fideicomisos-financieros/>> [Última visita 19/04/2020]

Fideicomisos Financieros <<http://bancodevalores.com/productos-y-servicios/fideicomisos/fideicomisos-financieros/>> [Última visita 19/04/2020]

INVERSOR GLOBAL “Qué es un fideicomiso financiero?”, 28 Marzo de 2014 <<https://igdigital.com/2014/03/fideicomiso/>> [Última visita 19/04/2020]

La fiducia de inversión, 01 Junio de 2016

<<https://www.centrafiduciaria.com/blog/fiducia-de-inversion/>> [Última visita 19/04/2020]

Los fideicomisos financieros, qué son y cómo funcionan, 03 Enero de 2020

<<https://www.centrafiduciaria.com/blog/los-fideicomisos-financieros-que-son-y-como-funcionan/>> [Última visita 19/04/2020]

Papa, Rodolfo “Consideraciones jurídicas sobre la evolución del fideicomiso en Argentina”, Revista de Derecho Empresario de la Escuela de Negocios de la Universidad de Palermo.

<<https://www.palermo.edu/economicas/cbrs/pdf/1Business03.pdf>> [Última visita 19/04/2020]

Quinto, Carla “¿Qué es el fideicomiso financiero?” 18 de Julio de 2014 actualizado el 27 de Diciembre de 2019. <<https://www.rankia.com.ar/blog/analisis-merval/2391642-que-fideicomiso-financiero>> [Última visita 19/04/2020]

Caso:

El Prospecto completo se puede visualizar en:

<<https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/FideicomisosFinancieros/Fideicomiso?fideicomiso=63007>> [Última visita 19/04/2020]

Página de la Consultora de Riesgo Moody’s Latin America, agente de calificación de Riesgo de Fideicomiso Financiero Transporte Rosario

<https://www.moodys.com/research/Moodys-Califica-el-Fideicomiso-Financiero-Transportes-Rosario-una-transaccin-de--PR_372310> [Última visita 19/04/2020]

Tasas del BCRA

<[http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp?serie=1222&detalle=BADLAR%20en%20pesos%20de%20bancos%20privados%20\(en%20n.a.\)](http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp?serie=1222&detalle=BADLAR%20en%20pesos%20de%20bancos%20privados%20(en%20n.a.))> [Última visita 19/04/2020]