

## Un nuevo producto desarrollado por el mercado de capitales Argentino El “fideicomiso project finance”<sup>(1)</sup>

Rodolfo G. Papa <sup>(2)</sup>  
rodolfopapa@hotmail.com

### Introducción:

En previos trabajos de investigación habíamos destacado el creciente posicionamiento del fideicomiso financiero <sup>(3)</sup>, el cual se ha caracterizado esencialmente en la práctica de negocios local como una fuente alternativa de acceso al financiamiento tanto para entidades bancarias generadoras de distintos tipos de créditos, como asimismo para aquellas compañías originadoras de préstamos destinados a financiar la venta de bienes y/o servicios al público minorista en general.

Ahora bien, ciertamente que la dinámica en el uso de este producto en nuestra realidad del mercado –con tan solo once años de vida-, nos conduce a sostener en la actualidad la existencia de una nueva etapa en el desarrollo del fideicomiso, el cual –como describiremos a continuación- constituye un vehículo apto para el financiamiento de proyectos <sup>(4)</sup> en el sector energético.

---

<sup>1</sup> La información incluida en este trabajo se sustenta en un análisis exclusivamente académico basado en la interpretación de noticias materialmente relevantes de naturaleza pública relacionadas con nuestro mercado de capitales, y en consecuencia, no constituye ni debe interpretarse como una opinión legal sobre los temas aquí analizados.

<sup>2</sup> Abogado (UBA. Graduado con Diploma de Honor). Master of Laws (Universidad de Warwick. Inglaterra). Especializado en la práctica legal corporativa y financiera local e internacional, asesorando a inversores y compañías multinacionales con presencia en Argentina. En el sector público se desempeñó como regulador del mercado de capitales, integrando la Comisión Nacional de Valores, mientras que en el sector privado trabajó activamente ocupando distintas posiciones en estudios jurídicos corporativos, consultoras financieras y en la banca de inversión. También adquirió experiencia profesional trabajando en la “city” financiera de Londres (Inglaterra).

Profesor a cargo del curso “Principios de Derecho Empresario”, dentro del MBA de la Graduate School of Business (Universidad de Palermo).

<sup>3</sup> Desde un punto de vista de práctica legal, podríamos definir al fideicomiso financiero como un instrumento idóneo para la *securización* de activos, por el cual: (i) el fiduciante transfiere la propiedad fiduciaria de activos específicos al fiduciario, actuando este último no a título personal, sino en representación del fideicomiso; (ii) el fiduciario detendrá la propiedad fiduciaria del activo fideicomitado durante la vida del fideicomiso y emitirá títulos de deuda y/o certificados de participación (“equity”) bajo dicho fideicomiso, a cuyo repago se afectará exclusivamente –como principio general- dicho activo fideicomitado; (iii) con el producido de la colocación de dichos valores negociables en el mercado de capitales –sujeto a la previa autorización y permanente supervisión de las autoridades reguladoras competentes bajo nuestro régimen legal de oferta pública-, se adquirirá el activo fideicomitado; y, (iv) se crea en consecuencia un “vehículo no corporativo” que tiene la función de ser una fuente alternativa de financiamiento para las actividades del fiduciante.

<sup>4</sup> El financiamiento de proyectos (“project finance”) constituye una moderna técnica de financiación, en virtud de la cual los prestamistas (“lenders”) tienen esencialmente en consideración la aptitud que el proyecto posee en si mismo para generar el cash flow necesario para el repago del financiamiento obtenido, combinando deuda y capital como fuentes principales del fondeo para su desarrollo.

En este sentido, debemos recordar que ante el acaecimiento de la crisis financiera de comienzos del año 2002, y como resultado de una serie de factores que impidieron inversiones necesarias para la realización de obras de ampliación en la capacidad instalada de nuestra industria del gas, entre otros: (i) la pesificación y congelamiento de tarifas, (ii) el precio récord del petróleo, (iii) el crecimiento local en la demanda de gas, (iv) la consiguiente distorsión de precios; y, (v) el mantenimiento en “moneda dura” (Dólares Estadounidenses) de los compromisos de repago de los endeudamientos contraídos por las empresas del sector con el exterior, hizo necesario generar nuevos instrumentos que posibilitaran obtener financiamiento para la expansión de un sector clave de nuestra economía.

En síntesis, este paper puntualizará los principales aspectos del marco normativo aplicable a la estructuración de los “fideicomisos de gas”, como asimismo las posiciones jurídicas asumidas por cada una de sus partes intervinientes, y también las características del primer proyecto de infraestructura ejecutado al amparo de este nuevo plexo legal, el cual se estaría lanzando en breve en nuestro mercado de capitales.

#### El nuevo marco legal aplicable a los “Fideicomisos de Gas”:

En respuesta al escenario que enfrentaba la industria del gas –descrito precedentemente–, el Poder Ejecutivo, a través del dictado del Decreto 180/04, creó un Fondo Fiduciario para atender las inversiones necesarias en el sector del transporte y distribución del gas, cuyo objetivo exclusivo se orienta a la financiación de obras para su expansión y/o ampliación.

Más específicamente, a los fines de reglamentar lo prescripto por el citado Decreto 180/04, el Ministerio de Planificación Federal dictó la Resolución 185/04, como complemento de esa norma de carácter general.

Al respecto, es importante precisar los aspectos relevantes incluidos en la referida Resolución 185/04: (i) constituye -dentro del propio ámbito del Ministerio de Planificación- un programa marco de creación de fideicomisos financieros individuales a través de la emisión de valores representativos de deuda y/o certificados de participación por hasta un monto máximo durante la vigencia del programa de 3000 millones de Pesos (en adelante “el Programa”); (ii) reconoce la aplicación en forma conjunta de: (a) la ley 24441 -que regula en forma expresa al fideicomiso- en lo referido a su estructuración; (b) las normas de la Comisión Nacional de Valores en lo que respecta al régimen de oferta pública correspondiente a la emisión de valores negociables bajo fideicomisos financieros (Conf. Capítulo XV de las Normas de la CNV <sup>(5)</sup>), y, (c) adicionalmente se le aplica los términos de la propia Resolución 185/04; (iii) posibilita determinar en forma flexible el objeto de la estructura legal fiduciaria “macro” que actuará como vehículo del financiamiento de cada uno de los proyectos a ser estructurado bajo el Programa; (iv) establece –de manera consistente con lo prescripto por nuestra ley de fideicomiso- que los activos fideicomitidos responderán en forma exclusiva por las obligaciones resultantes con motivo de la ejecución de cada proyecto; y, (v) si bien se establece que en ningún caso la creación de un fideicomiso con tales características podrá recibir fondos y/o bienes por parte del Estado, la instrumentación del financiamiento de proyectos de inversión por parte del sector privado de la industria del gas –al amparo de la Resolución 185/04-, se encuentra sujeta a la aprobación y supervisión por parte de las entidades reguladoras de dicho sector de nuestra economía.

---

<sup>5</sup> Nuevo texto de las Normas de la CNV, ordenado en el año 2001 por la R.G. 368, actualizado hasta la R.G. 490.

En el marco del citado Programa marco de creación de fideicomisos financieros –los cuales individualmente también podrán reunir el carácter de fideicomisos de administración a constituirse bajo cada proyecto específico-, se asumen las siguientes posiciones jurídicas:

Fiduciante: son las propias compañías licenciatarias del servicio público del transporte de gas, las cuales transferirán la propiedad fiduciaria de ciertos activos afectados en forma exclusiva al desarrollo y conclusión de cada proyecto. Adicionalmente y de manera conjunta, las licenciatarias podrían también ejercer las siguientes funciones: (i) responsables de la operación y mantenimiento de cada proyecto; (ii) tener a su cargo el gerenciamiento del proyecto, actuando en tal carácter no a título personal, sino por cuenta y orden del Fiduciario;

Fiduciario Financiero: es la entidad designada para actuar como tal bajo cada uno de los proyectos a ser estructurados bajo el referido marco legal. En el ejercicio de sus funciones como fiduciario, dicha entidad no actuará a título personal, sino en representación de cada fideicomiso.

Esencialmente, el fiduciario financiero se obliga a: (i) ejercer la propiedad fiduciaria del conjunto de activos fideicomitados afectados al desarrollo de cada proyecto de infraestructura, durante la vida del fideicomiso; y, (ii) en una determinada etapa en la evolución de las necesidades de financiamiento que requiera cada proyecto, conforme a sus propios términos y condiciones, emitirán los valores negociables a ser colocados públicamente bajo cada fideicomiso financiero;

Beneficiarios: actuarán en este carácter en forma concurrente, conforme a las distintas etapas en las que se estructure el financiamiento a ser recibido bajo cada proyecto: (i) los proveedores, contratistas, así como todos aquellos sujetos que presten servicios y/o bienes a favor del fideicomiso; (ii) líneas especiales de crédito a ser otorgadas; y, (iii) al momento en que se realice la oferta pública de los valores negociables a ser emitidos bajo cada fideicomiso financiero, serán beneficiarios los inversores particulares/institucionales que adquieran los mismos;

Fideicomisario: será el propio fiduciante, como destinatario final de la obra, una vez que se cancele el financiamiento obtenido, adquiriendo en consecuencia la titularidad plena de la misma, como resultado de la extinción del fideicomiso; y

Organizador del Programa: la Secretaría de Energía de la Nación.

La estructura legal “macro” creada bajo el Programa, se sustenta en dos pilares básicos reconocidos por la propia ley de fideicomiso: (a) el patrimonio fideicomitado es un activo separado del patrimonio del fiduciante y del fiduciario <sup>(6)</sup>; y, (b) ni los bienes del fiduciante ni los del fiduciario responderán por el cumplimiento de las obligaciones resultantes con motivo de la ejecución del fideicomiso, las que deberán ser honradas exclusivamente con los bienes fideicomitados <sup>(7)</sup>.

Es así como en atención a la flexibilidad en el uso del fideicomiso como “vehículo” para el financiamiento de la expansión y/o ampliación de las obras del sector del transporte y distribución del gas, bajo el marco normativo creado por la Resolución 185/04, las transportadoras y/o

<sup>6</sup> Artículo 14 (primer parte), ley 24441.

<sup>7</sup> Artículo 16 (primer parte), ley 24441. Adicionalmente los términos y condiciones de un fideicomiso financiero individual a ser creado bajo el Programa, podrían establecer un mecanismo de sobrecolateralización o “credit enhancement”, por el cual se incluiría una garantía adicional en beneficio de los beneficiarios del fideicomiso que individualmente se constituya bajo dicho Programa.

distribuidoras de gas, actuando como fiduciarios de cada fideicomiso a constituirse, podrán transferir al fideicomiso la propiedad fiduciaria <sup>(8)</sup> de los siguientes activos:

cargos tarifarios específicos a ser cobrados a todos o parte de los destinatarios de la obra. Debemos tener en consideración sobre este tema, la reciente sanción de la ley 26095 que autorizó la creación de este tipo de recursos financieros para posibilitar la financiación de estas obras en el sector energético <sup>(9)</sup>;

líneas de créditos otorgados por entidades financieras locales y/o internacionales; y,

el producido de la colocación entre el público inversor de los valores negociables a ser emitidos bajo el fideicomiso financiero; para que en una segunda etapa el proyecto tenga la aptitud de generar el cash flow necesario para repagar la totalidad o parte del financiamiento recibido, particularmente de los valores negociables emitidos y colocados públicamente en el mercado de capitales.

El primer modelo de negocios estructurado como “Fideicomiso de Gas” en nuestro mercado de capitales: la ampliación de los Gasoductos Norte y Sur.

Precisamente, y por aplicación de los términos del marco legal referido anteriormente, corresponde señalar que se encuentra en pleno proceso de implementación la constitución del primer “fideicomiso financiero de gas” creado bajo el Programa, el cual se ha configurado como el vehículo para proceder a la ampliación de los dos gasoductos pertenecientes a la red de transporte de gas de las regiones Norte y Sur de nuestro país, respectivamente, operados por compañías privatizadas, concesionarias del servicio público del transporte de gas –a nivel nacional- en cada una de dichas regiones.

Ambos proyectos de infraestructura han consistido –reiteramos- en la ampliación de los referidos Gasoductos, a través del tendido de una red de caños en forma paralela a los ya existentes, teniendo en consideración que como resultado de la conclusión de dichos proyectos, se han

---

<sup>8</sup> Si bien la transferencia de la propiedad fiduciaria de los activos del fideicomiso implica una transferencia bajo el status de “transfer of title”, sujeto a que se cumplan las formalidades requeridas por la naturaleza de los activos fideicomitados para lograr el perfeccionamiento de dicha transferencia, a los fines de su oponibilidad ante terceros, dicho traspaso de la propiedad fiduciaria no debe calificarse como plena o perfecta, toda vez que la misma se encuentra limitada: (i) temporalmente (hasta un máximo de 30 años); y/o (ii) sujeta al cumplimiento de una condición (p.ej. el repago total del financiamiento recibido por el propio fideicomiso)); (iii) adicionalmente deben observarse los términos contractuales del fideicomiso que en cada caso se celebre bajo el Programa; y (iv) dicha propiedad es ejercida por el fiduciario, actuando no a título personal, sino en representación del fideicomiso, y en beneficio de quien sea designado como beneficiario/s bajo el contrato de fideicomiso financiero.

<sup>9</sup> La referida ley 26095, incluye entre sus disposiciones, los siguientes principios esenciales: (i) autorizó la creación de “cargos específicos” para el desarrollo de obras de infraestructura energética que atiendan la expansión de los sistemas de generación, transporte y/o distribución de los servicios de gas natural, gas licuado y/o electricidad, (ii) dichos cargos se aplicarán al desarrollo de las obras mencionadas anteriormente como aporte a los fondos del fideicomiso constituido o a constituirse, (iii) dichos cargos tarifarios no constituirán ni se computarán como base imponible de ningún tributo de origen nacional, con excepción del Impuesto al Valor Agregado (I.V.A.), (iv) faculta al Poder Ejecutivo a fijar el valor de los cargos específicos; y, (v) los cargos específicos se mantendrán vigentes hasta que se verifique el pago en forma íntegra de los valores negociables emitidos bajo el fideicomiso constituido o que se constituya.

incorporado 4,7 millones de metros cúbicos diarios a la capacidad instalada de transporte de gas de Argentina.

Bajo esta estructura, ambas licenciatarias del servicio del transporte de gas, además de actuar como Fiduciantes y Fideicomisarios de los fideicomisos constituidos, asumieron las siguientes posiciones jurídicas: (1) gerentes de cada proyecto, actuando en tal carácter no a título personal, sino por cuenta y orden del Fiduciario; (2) responsable de la operación y mantenimiento de cada proyecto; y, (3) en su carácter de gerentes de los proyectos, y previa aprobación del organizador del Programa, tuvieron a su cargo la negociación e instrumentación de los contratos de locación de obra, servicios y suministros necesarios para el desarrollo de las obras de ampliación de los dos gasoductos.

Corresponde reiterar que el fiduciario financiero de cada proyecto, exclusivamente responderá con el patrimonio fideicomitado con respecto al pago de los servicios correspondientes a las compañías licenciatarias como gerenciadoras del proyecto, y al de los contratistas y proveedores bajo los contratos de locación de obras y servicios y de suministros que fueron ejecutados a tales fines, y a las demás obligaciones de naturaleza financiera asumidas con motivo de la ejecución del fideicomiso.

En lo que se refiere a la estructura de financiamiento acordada para el desarrollo de estos proyectos de infraestructura creados dentro del Programa, se establecieron dos grandes etapas a nivel "macro".

La primera de ellas mediante la integración de fondos generados por distintas fuentes (cargos tarifarios específicos, líneas de crédito especiales otorgadas por entidades financieras y compañías del sector energético beneficiarias directas de la obra), cuya propiedad fiduciaria fue transferida a un fideicomiso financiero privado.

Mientras que la segunda etapa ha sido estructurada mediante la colocación entre distintos tipos de inversores (individuales e institucionales) de valores negociables representativos de deuda con autorización de oferta pública y cotización en el mercado Argentino<sup>(10)</sup>, emitidos bajo un fideicomiso financiero, teniendo en cuenta que con el producido de la colocación de dichos valores negociables, se repagaría el financiamiento aportado por los inversores al fideicomiso financiero privado, anteriormente referido.

### Conclusiones:

En síntesis, entendemos que esta compleja y novedosa estructura de financiamiento combina -por una parte- características típicas del fideicomiso, mediante el reconocimiento de la separación del patrimonio fideicomitado afectado a cada proyecto de infraestructura y de su aptitud de ser la única

---

<sup>10</sup> De conformidad a los términos de información y documentación de acceso público, disponible en el sitio de internet perteneciente a la Comisión Nacional de Valores ("la CNV"), se encuentra actualmente en trámite de autorización de oferta pública la primer serie de valores negociables representativos de deuda a ser emitidos bajo el primer "fideicomiso financiero de gas" a ser creado dentro del Programa.

Es dable destacar que si bien la oferta pública del Programa ha sido ya autorizada por la CNV, restaría todavía la aprobación pertinente y el consiguiente inicio del proceso de colocación primaria en nuestro mercado de capitales de los valores negociables representativos de deuda a ser emitidos bajo dicho primer "fideicomiso financiero de gas" creado en el marco del Programa.

Es así como en base a lo precedentemente expuesto, el monto de dicha emisión ascendería a la suma de \$ 550 Millones (quinientos cincuenta millones de Pesos).

fuentes de repago del financiamiento recibido, y por la otra, la de un proyecto de financiamiento, a través de la limitación de responsabilidad patrimonial asumida por sus partes intervinientes.

Así pues, esta nueva etapa en el uso del fideicomiso, se caracterizaría por exhibir los siguientes elementos tipificantes:

Posibilitaría el financiamiento directo de proyectos de nuestra economía real a través del mercado de capitales;

Permitiría un mayor protagonismo de ciertos “inversores institucionales” (específicamente: las sociedades Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (“AFJP”), los fondos comunes de inversión y las compañías de seguros) a través de la inversión de sus fondos en valores negociables fiduciarios emitidos bajo este tipo de fideicomisos financieros;

Reconoce al fideicomiso como una forma jurídica apta para instrumentar una asociación entre los sectores públicos y privados de nuestra economía para el desarrollo de obras de infraestructura;

Teniendo en cuenta que en una determinada instancia de la evolución en la estructura del financiamiento de este tipo de proyectos se accedería al mercado de capitales, este producto deberá necesariamente adecuarse al “régimen legal de oferta pública y cotización de valores negociables”, por lo cual se le confiere a un fideicomiso con tales características un óptimo grado de transparencia y divulgación de información en beneficio de los inversores; y,

El lanzamiento del primer “fideicomiso financiero de gas” en nuestro mercado de capitales, con las particularidades analizadas anteriormente, podría ser seguido por otros sectores de nuestra economía como un instrumento idóneo para impulsar la inversión productiva y el crecimiento sostenido.

**Center for Business Research and Studies  
Graduate School of Business  
Universidad de Palermo**

Av. Madero 942, 8º piso  
C1106ACV – Buenos Aires, Argentina  
Tel. (5411) 5199-1399  
www.palermo.edu/gsb

**Director:**

Daniel Seva  
dseva@palermo.edu

**Coordinadores de investigación:****Finanzas y economía:**

Conrado Martínez  
cmarti1@palermo.edu

Rubén Ramallo  
rramal@palermo.edu

Marcelo Quiñones  
mquino@palermo.edu

**Marketing:**

Diego Regueiro  
dregue@palermo.edu

**Management:**

Guillermo Edelberg  
gedelb@palermo.edu

**Recursos Humanos:**

Emilia Montero  
emonte@palermo.edu

Guillermo Occhipinti  
gocchi@palermo.edu