

La utilización del fideicomiso como vehículo para la expansión de la industria del gas

Rodolfo G. Papa, LL.M

El marco regulatorio establecido por el Decreto 180/04 y la Resolución 185/04 del Ministerio de Planificación Federal, ha permitido a la industria del transporte del gas la utilización del fideicomiso como una fuente alternativa del financiamiento para la realización de ampliaciones en los gasoductos de las regiones Norte y Sur.

A continuación se detallan las principales características del citado régimen normativo y su instrumentación en la práctica por las empresas del sector.

(A) ANTECEDENTES:

Luego de la crisis financiera del año 2001, y como resultado de una serie de factores que impidieron inversiones necesarias para la realización de obras de ampliación en la capacidad instalada de la 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 de los compromisos de repago en dólares de los endeudamientos contraídos por las empresas del sector con el exterior, hizo necesario generar instrumentos alternativos que posibilitaran obtener el financiamiento para la expansión de dicho sector de nuestra economía.

(B) ANÁLISIS DEL NUEVO MARCO LEGAL Y REGULATORIO:

En este sentido, el Poder Ejecutivo, a través del dictado del Decreto 180/04, creó un Fondo Fiduciario para atender las inversiones necesarias en el transporte y distribución del gas, cuyo objeto exclusivo estará orientado a la financiación de obras para su expansión y/o ampliación.

Más específicamente, a los fines de reglamentar lo prescripto por el Decreto 180/04, el Ministerio de Planificación Federal dictó la Resolución 185/04, publicada en el Boletín Oficial el 20/04/2004, en virtud de la cual se creó en el ámbito de dicho Ministerio un programa global de creación de fideicomisos financieros ⁽¹⁾ a través de la emisión de títulos

¹ El fideicomiso financiero constituye un mecanismo para la securitización 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 detentará 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, se

representativos de deuda y/o certificados de participación para la titulización de activos por hasta un monto máximo de \$ 3000 (tres mil millones de Pesos) (“el Programa”), encontrándose dicho programa regido por la ley de fideicomiso (ley 24441) y por las normas de la Comisión Nacional de Valores aplicables sobre la materia (Conf. Capítulo XV de las Normas de la CNV. Texto Ordenado por R.G. Nro. 368, actualizado hasta la R.G. 476).⁽²⁾

Teniendo en consideración que la emisión de los referidos valores negociables se realizará bajo fideicomisos financieros individuales a crearse dentro del citado Programa, y de conformidad a los términos de un prospecto de emisión, que incluirá toda la información relevante sobre el proyecto a desarrollar, para su evaluación por los potenciales inversores que suscriban los mismos, cuyo modelo se adjunta como Anexo I de la Resolución 185/04.

Toda vez que adicionalmente se aplicará en lo pertinente el régimen legal de oferta pública, en atención a la colocación entre el público de los valores negociables que se emitan, tipificándose en dicha circunstancia una oferta pública de los mismos (Conf. Artículo 16, ley 17811 (modificada por Decreto 677/2001)), y sujetos a la previa autorización de oferta pública de dicha emisión por parte de la CNV y de cotización por parte de las entidades autorreguladas en las que se solicite la misma, respectivamente⁽³⁾.

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

- (i) Fiduciante: (a) serán las licenciatarias del servicio de transporte y distribución de gas; y, (b) las cooperativas y los restantes sujetos activos de la industria del gas;
- (ii) Fiduciario: serán las entidades financieras autorizadas a actuar como tales por el Banco Central, que detentarán la propiedad fiduciaria de los activos fideicomitados durante la vida del fideicomiso, y en su caso, emitirán los correspondientes títulos representativos de deuda y/o certificados de participación. En el ejercicio de sus funciones como tales, cada fiduciario actuará no a título personal, sino en representación del fideicomiso;
- (iii) Beneficiarios: (a) serán quienes suscriban los referidos valores negociables a ser emitidos bajo cada fideicomiso financiero; y, (b) en el caso que el fideicomiso

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.

² Existen otros dos productos legales para la securitización de activos en nuestro Derecho Positivo: (i) la emisión de obligaciones negociables a cuyo repago se afectarán exclusivamente ciertos activos del emisor (“bono securitizado”) (Conf. Artículo 4 (cuarto párrafo) de la ley de obligaciones negociables. Ley 23576, modificada por ley 23962); y, (ii) la constitución de fondos comunes cerrados de créditos (“close-ended mutual funds”) (Conf. Ley 24083, Artículo 15 del Decreto 174/93 y Capítulo XII de las Normas de la CNV. Texto Ordenado por R.G. 368. Actualizada hasta R.G. 476).

³ Conf. Artículos 6 (a), 18 (segunda parte), 19 y 32 de la ley 17811 (modificada por Decreto 677/2001) (“ley de oferta pública”).

también reúna las características de un fideicomiso de administración, serán beneficiarios: (1) los contratistas y/o proveedores y/o prestadores de servicios requeridos para la realización del proyecto y la propia licenciataria en su carácter de responsable de la operación y mantenimiento del mismo; (2) las entidades financieras locales y/o del exterior que financien el desarrollo de la obra a través de programas especiales de crédito; y, (3) quienes realicen aportes de capital específicos para el desarrollo de la obra; y,

- (iv) 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.

La estructura legal “macro” creada bajo el Programa establecido por la Resolución 185/04 en análisis, se sustenta en dos pilares básicos reconocidos por la propia ley 24441: (a) el patrimonio fideicomitado es un activo separado del patrimonio del fiduciante y del fiduciario ⁽⁴⁾; y, (b) ni los bienes del fiduciante ni los del fiduciario responderán por el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la ejecución del fideicomiso, las que deberán ser honradas exclusivamente con los bienes fideicomitados ⁽⁵⁾.

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 distribuidoras de gas, actuando como fiduciantes del fideicomiso a constituirse, podrán transferir al fideicomiso en una primer etapa, la propiedad fiduciaria ⁽⁶⁾ de los siguientes activos: (i) cargos tarifarios adicionales a ser cobrados a todos o parte de los destinatarios de la obra ⁽⁷⁾; (ii) créditos específicos recibidos de entidades financieras locales o internacionales; (iii) aportes específicos de capital recibidos de los beneficiarios de las obras, y, (iv) 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 -una vez concluido- tenga la aptitud de generar el suficiente cash flow necesario para repagar la totalidad o parte del financiamiento recibido.

⁴ Artículo 14 (primer parte), ley 24441.

⁵ 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 tenedores de los valores negociables a ser emitidos bajo dicho fideicomiso financiero, a título ejemplificativo: una fianza, una póliza de seguros, un fideicomiso en garantía, etc.

⁶ Si bien la transferencia de la propiedad fiduciaria del activo fideicomitado implica una transferencia bajo el status de “transfer of title”, sujeto a que se cumplan las formalidades requeridas por la naturaleza del activo fideicomitado para 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; (iii) adicionalmente deben observarse los términos contractuales del fideicomiso que en cada caso se celebre; 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.

⁷ La Resolución 185/04 establece expresamente que dichos cargos tarifarios no constituirán base imponible de ningún tributo de origen nacional, provincial o municipal.

Desde el punto de vista regulatorio, la Resolución 185/04 establece que la Secretaría de Energía actuará en carácter de Organizador del citado Programa, no obstante que en ningún caso los fideicomisos a ser creados recibirán aportes y/o fondos del Estado Nacional.

Por otra parte el ENARGAS, como entidad autárquica reguladora de la industria del gas, aprobará las obras a ejecutarse, así como los montos de las mismas y los cargos tarifarios adicionales a crearse para integrar el activo fideicomitado.

(C) LA IMPLEMENTACIÓN PRÁCTICA DEL PRESENTE MARCO REGULATORIO POR PARTE DE LAS LICENCIATARIAS DEL SERVICIO DE TRANSPORTE DE GAS:

Precisamente y por aplicación de los términos de la citada Resolución 185/04, corresponde señalar que la misma ha sido recientemente implementada a los fines de desarrollar la estructura legal y financiera aplicable a la ampliación de la red de transporte de gas de la región Norte y Sur de nuestro país, operadas por Transportadora del Gas del Norte S.A. (“TGN”) y Transportadora del Gas del Sur S.A. (“TGS”), respectivamente, las cuales estarían concluidas para el invierno del corriente año.

A continuación puntualizamos las principales características de cada uno de estos proyectos de ampliación aplicables a los gasoductos de las regiones Norte y Sur, cuya operación se encuentra a cargo de las licenciatarias referidas en el párrafo anterior:

I. Ampliación de la red a cargo de TGS:

Dicha ampliación prevé el tendido de una red de caños por un total de 502 km, los cuáles correrán en forma paralela al gasoducto existente. De dicha extensión adicional, 52 km serán financiados en forma directa por TGS por un monto de U\$S 40 millones, mientras que los restantes 450 km. serán financiados por el fideicomiso a constituirse bajo la Resolución 185/04, y cuya inversión total ascendería a la suma de U\$S 245 millones, incorporando a la actual red de transporte como resultado de la ejecución del Proyecto, 2,9 millones de metros cúbicos de gas diarios, en forma adicional.

Al respecto, el Poder Ejecutivo, a través del Decreto 1658/2004, publicado en el Boletín Oficial en fecha 29/11/2004, ratificó la Carta de Intención celebrada en fecha 3/11/2004 entre los Ministerios de Planificación Federal y de Economía, respectivamente, la Secretaría de Energía (“Organizador”), Nación Fideicomisos S.A. (“Fiduciario”), Banco Nación, Petrobras Energía S.A., Petroleo Brasileiro S.A. (“Sponsor”) y TGS (esta última actuando conjuntamente como ‘Fiduciante, Fideicomisario, Gerenciador y Operador del Proyecto’).

Bajo esta estructura –reiteramos- TGS además de actuar como Fiduciante y Fideicomisario del fideicomiso a crearse, asume las siguientes posiciones jurídicas: (1) Gerente del

Proyecto, actuando en tal carácter no a título personal, sino por cuenta y orden del Fiduciario (Nación Fideicomisos S.A.); (2) responsable de la Operación y Mantenimiento del proyecto; y, (3) en su carácter de Gerente del proyecto, y previa aprobación del Organizador (la Secretaría de Energía), negociará e instrumentará los contratos de locación de obra, servicios y suministros necesarios para el desarrollo del proyecto.

Corresponde reiterar que el Fiduciario exclusivamente responderá con el patrimonio fideicomitado con respecto al pago de los servicios correspondientes a TGS como gerenciador del proyecto, y al de los contratistas y proveedores bajo los contratos de locación de obras y servicios y de suministros que se ejecuten a tales fines.

En lo que se refiere a la estructura de financiamiento acordada para el desarrollo de la ampliación del gasoducto operado por TGS, la misma establece dos etapas. La primera de ellas mediante la integración de fondos a un fideicomiso privado y la segunda, a través de la colocación entre el público inversor de títulos representativos de deuda con oferta pública en el mercado emitidos bajo un fideicomiso financiero, teniendo en cuenta que con el producido de tal colocación se repagará el financiamiento aportado por los inversores al fideicomiso privado.

Como principales fuentes de financiamiento para el desarrollo de esta obra, se destacan las siguientes: (1) cargos tarifarios adicionales a ser pagados por ciertos usuarios del servicio de transporte de gas provisto por TGS (industrias, generadoras eléctricas y las estaciones de GNC); (2) un préstamo por U\$S 142 millones a ser otorgado por el banco brasileño Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social ("BNDES"), y cuya obtención se encuentra a cargo del holding brasileño de energía Petrobras el cual a través de su subsidiaria local Petrobras Energía S.A. (ex Perez Companc) controla TGS⁸). Debiendo señalarse que el repago del citado préstamo no se realizará en forma directa a través del fideicomiso, sino mediante la operatoria establecida por el Convenio de Créditos y Pagos Recíprocos en el marco de la Aladi. Bajo el régimen del citado Convenio, el BNDES recibirá el repago de su préstamo directamente del Banco Central del Brasil, en atención a que dicho Convenio establece un régimen de clearing o netteo entre los propios Bancos Centrales de los Estados Parte de la Aladi que intervengan en una operación individual, por las obligaciones asumidas bajo la misma; (3) un préstamo a ser provisto por el Banco Nación por aproximadamente U\$S 20 millones; (4) devolución anticipada del IVA por aproximadamente U\$S 40 millones; y, (5) préstamos a ser otorgados por empresas petroleras que operan en la región sur por un monto de aproximadamente U\$S 30 millones.

II. Ampliación de la red a cargo de TGN:

Por otra parte, y también al amparo del Decreto 180/04 y la Resolución 185/04, mediante el Decreto 1882/04, publicado en el Boletín Oficial en fecha 27/12/2004, el Poder Ejecutivo ratificó los términos de la Carta de Intención de fecha 15/11/2004, celebrada entre los

⁸ Es dable destacar que en el caso que Petrobras no obtenga el financiamiento comprometido desde BNDES, la primera se ha comprometido a aportar en forma directa la suma de U\$S 142 millones, el cual debería ser calificado como un aporte de "equity" para el desarrollo del proyecto.

Ministerios de Planificación Federal y de Economía, respectivamente, el Banco Nación, la Secretaria de Energía (“Organizador”), Nación Fideicomisos S.A. (“Fiduciario”), Yacimientos Petrolíferos Fiscales S.A. (“YPF”) (“Sponsor”) y Transportadora del Gas del Norte S.A (“TGN”), con relación a la constitución del Fideicomiso de Gas para la ampliación del gasoducto norte, operado por TGN.

La inversión a ser realizada para la ampliación del citado gasoducto ascendería a la suma de U\$S 169 millones, y proveerá diariamente a la finalización del proyecto un total de 1,8 millones de metros cúbicos de gas en forma adicional.

En términos generales, la estructura legal macro aplicada a este proyecto, posee semejanzas en relación a la ampliación del gasoducto Sur, referida en el punto I precedente, esencialmente en lo que respecta a la posición jurídica asumida por la licenciataria (“TGN”), actuando conjuntamente como Fiduciante, Fideicomisario y Gerenciador del proyecto, responsable de su operación y mantenimiento y de la contratación de los proveedores y constructores requeridos para llevar a cabo la ampliación del gasoducto, en este último caso, actuando por cuenta y orden del Fiduciario.

Con respecto a la estructura del financiamiento acordada, YPF en su carácter de controlante de TGN se comprometió a realizar de manera directa un aporte de capital de U\$S 101 millones, a través de la suscripción e integración de valores de deuda bajo un fideicomiso privado, previéndose en una segunda etapa la creación de un fideicomiso financiero público, el cual tendrá como finalidad la cancelación del financiamiento recibido bajo el fideicomiso de gas privado, con el producido de la colocación de valores representativos de deuda a ser emitidos.

El resto de la financiación para la ampliación del gasoducto norte será aportada por: (i) crédito a ser provisto por BNDES bajo el Convenio de Créditos y Pagos recíprocos de la Aladi (bajo la operatoria de repago descripta en el punto I precedente), por un monto de U\$S 31 millones; (ii) devolución anticipada del IVA por un monto de U\$S 27 millones; (iii) aporte directo de TGN por U\$S 11 millones; y, (iv) cargos tarifarios adicionales a ser cobrados a ciertos usuarios del servicio de transporte provisto por TGN (industrias, generadoras eléctricas y las estaciones de GNC).

(D) CONCLUSIÓN:

Entendemos que esta compleja y novedosa estructura de financiamiento provista por la Resolución 185/04, y que ha tenido principio de ejecución para establecer el marco legal para la ampliación de la red de transporte de gas, combina -por una parte- características típicas del fideicomiso, mediante el reconocimiento de la separación del patrimonio fideicomitado afectado al proyecto de ampliación de la obra y de la aptitud de esta última como la única fuente 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 los “sponsors” (accionistas controlantes de las transportadoras de gas).

Rodolfo G. Papa, LL.M
Profesor
‘Maestría en Finanzas’
(Orientación “Aspectos legales de las finanzas”)
Universidad del CEMA
rodolfopapa@hotmail.com