



FIRST

CORPORATE FINANCE ADVISORS

Número 141, Abril 2016

> Banking

Newsletter de novedades
financieras



Newsletter

de novedades financieras

Estimados Lectores:

Con esta nueva entrega de nuestra Newsletter, les presentamos un análisis del comportamiento de las principales variables financieras durante el mes de Abril de 2016.

En esta ocasión, les acercamos como “Especial del Mes” un análisis de las modificaciones introducidas por la Comisión Nacional de Valores con relación al sistema de formación de libro.

Hasta la próxima entrega...

Miguel Ángel Arrigoni
Chairman & CEO



Resumen Ejecutivo

- ✓ En Abril se colocaron **25 series de fideicomisos financieros**, diez series más que en el mes anterior. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 3.670 M¹**, en cuanto a emisiones dollar-linked no hubieron emisiones en el mes bajo análisis.
- ✓ En lo que se refiere a **Obligaciones Negociables**, **6 fueron las compañías que emitieron**. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 1.734,94 M**. Mientras que las emisiones dollar-linked ascendieron a **USD 45,82 M**.
- ✓ Se emitieron Letras en pesos por **AR\$ 246.010 M** y Letras en dólares por **USD 2.409 M**.
- ✓ Se negociaron **AR\$ 1.211 M** en el mercado de cheques de pago diferido, con una tasa promedio de **19,13%**.
- ✓ **El promedio mensual de la tasa Badlar bancos privados** aumentó respecto al mes previo y alcanzó los **30,70%**.
- ✓ Al 30 de Abril, **los depósitos promedio** del sistema bancario totalizaron **AR\$ 1.451.641 M**, lo que representa una disminución intermensual del **0,3%**.
- ✓ Al 30 de Abril, el **stock promedio de préstamos privados** aumentó **1,02%** respecto al mes anterior, alcanzando **AR\$ 843.240 M**.

¹ La abreviatura M refiere a valores expresados en millones.

Contenido

- Resumen Ejecutivo 2**

- Mercado de Capitales..... 4**
 - 1. Fideicomisos Financieros 4
 - 2. Acciones 7
 - 3. Bonos Soberanos 8
 - 4. Obligaciones Negociables 10
 - 5. Lebacs y Nobacs 12
 - 6. Cheques De Pago Diferido..... 14

- Sistema Bancario 16**
 - 1. Tasas De Interés 16
 - 2. Depósitos..... 17
 - 3. Préstamos 20

- Especial del Mes..... 21**
 - El renovado sistema de formación de libro 21

- Contactos 25**



Mercado de Capitales

A continuación se expone nuestro relevamiento de Abril con las novedades de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la Bolsa de Comercio de Rosario.

1. Fideicomisos Financieros

En Abril se registraron 25 emisiones de fideicomisos financieros por un monto total de AR\$ 3.670 M². Dicho volumen representa un aumento del 47,27% en comparación con el mes anterior y un aumento del 103,67% respecto a Abril de 2015.

Figura 1 Colocaciones de Fideicomisos Financieros – Abril de 2016.

Ref	Fideicomiso	Participación FirstCFA / Z&A	Fiduciante	Monto (ARS M)	Título Senior					PyME
					Cupón	Tasa (*)/Mg de Corte	Tasa Real (**)	Calif	Dur	
1	Supervielle Créditos 93		Banco Supervielle S.A.	300,00	B+Mg(22%-39%)	5,50%	41,69%	AAA	9,70	
2	Consubond 121		Frávega S.A.C.I. e I.	341,97	B+1%(25%-35%)	30,47%	38,07%	AAA	2,70	
3	Compañía Argentina de Granos S.A. IV		Compañía Argentina de Granos	164,28	B+Mg(20%-40%)	-10,00%	21,96%	A1+	1,90	PyMe
4	Pla IV		Pla S.A.	17,52	B+3%(23%-35%)	11,48%	21,85%	AA	14,40	PyMe
5	Ames VII		Asociación Mutual de la Economía Solidaria	43,23	B+3%(24%-35%)	18,00%	30,98%	Aaa	9,50	PyMe
6	Secubono 134		Carsa S.A.	242,85	B+4%(30%-40%)	35,23%	40,95%	AAA	5,50	
7	CGM Leasing XXVIII		CGM Leasing Argentina	99,96	B+5%(21%-37%)	14,14%	14,64%	AAA	8,20	PyMe
8	Secubono Credinea 135		Credinea S.A.	62,25	B+4%(30%-40%)	34,50%	39,69%	AAA	2,90	
9	Megabono Crédito 148		CFN S.A.	314,56	B+4%(30%-40%)	36,50%	40,00%	AAA	5,50	
10	Pvcred XXVI		PVCred S.A.	112,05	B+4%(22%-38%)	26,14%	41,09%	Aaa	8,60	
11	RG Albanesi III		Rafael G. Albanesi S.A.	230,00	B+5%(32%-42%)	37,77%	43,32%	A1+	6,00	
12	CCF Créditos 11		Cordial Compañía Financiera S.A.	248,54	B+Mg(22%-40%)	5,74%	44,08%	AAA	5,50	

² Las emisiones en dólares se expresan considerando el tipo de cambio vendedor de Banco Nación del día hábil anterior a la colocación del fideicomiso.

13	Lucaioli XV		Casa Humberto Lucaioli S.A.	44,37	B+2,5%(27%-37%)	33,00%	42,82%	Aaa	3,20		
14	Tarjeta Elebar XVIII		Santa Mónica S.A.	52,17	B+3%(28%-36%)	30,48%	37,84%	AA+	4,70	PyMe	
15	Garbarino 121		Garbarino S.A.I.C. e I. - Compumundo S.A.	392,53	B+1%(28%-38%)	33,90%	39,94%	AAA / AAA	4,10		
16	Credicuotas Consumo I		Credishopp S.A.	80,85	B+3%(26%-38%)	32,70%	48,50%	AA	3,00		
17	Ribeiro LXXXVI		Ribeiro S.A.C.I.F.A. e I.	143,38	B+2,5%(28%-37%)	33,23%	40,00%	AAA	4,80		
18	Mila XI		Micro Lending S.A.	67,31	B+3%(24,5%-36%)	18,63%	30,71%	AAA	6,50	PyMe	
19	AMFayS 22		AMFAYS	49,85	B+3%(28%-38%)	34,87%	43,08%	AAA/A AA	7,00		
20	Cetrogar XIX		Cetrogar S.A. - Crediar S. A.	86,14	B+1%(27%-37%)	36,80%	44,36%	AAA	2,80		
21	Fidebica XL		Banco Bica S.A. - Asociación Mutual Centro Litoral	82,87	B+1%(29%-39%)	35,35%	40,27%	AAA	4,80		
22	Grupo Monarca II		Grupo Monarca S.A.	49,43	B+5%(25%-38%)	28,29%	42,98%	AA	7,10	PyMe	
23	Consumo Vida VI		281 - 282	63,00	B+3%(25%-37%)	32,41%	44,06%	AAA	5,50		
24	CMR Falabella LVIII		CMR Falabella S.A.	164,38	B+2,5%(28%-37%)	34,70%	41,83%	AAA	3,80		
25	Secubono 136		Carsa S.A.	216,54	B+4%(30%-40%)	32,90%	40,68%	AAA	4,70		
TOTAL				3.670							

 Participación First Corporate Finance Advisors S.A. como Asesor Financiero.

 Participación Zubillaga & Asociados S.A. como Agente de Control y Revisión.

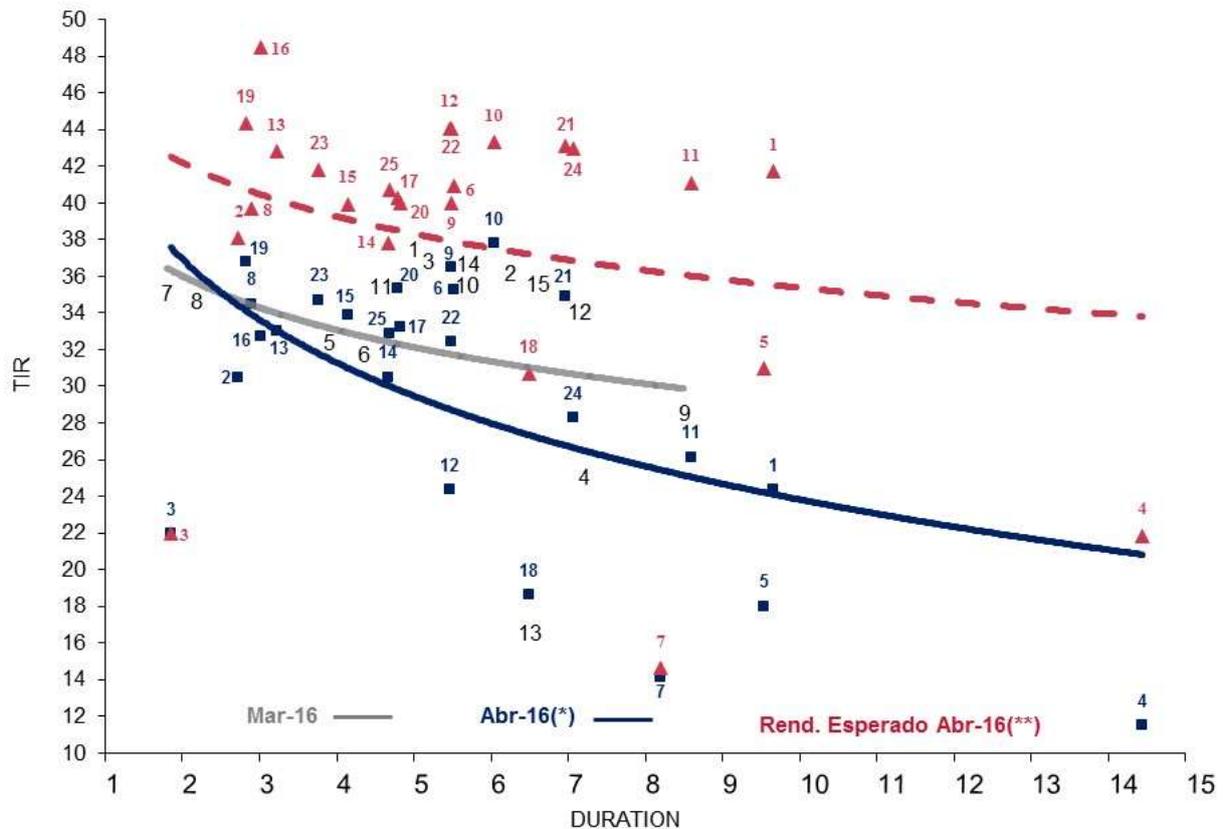
(*) Tasa de Corte calculada con el cupón mínimo del título.

(**) Rendimiento Real calculado con tasa badlar informada en el día de la colocación.

Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR

Teniendo en cuenta la cantidad de emisiones, hubo una suba intermensual del 66,7%, e interanualmente un aumento del 31,6%. En el periodo bajo análisis no se han emitido fideicomisos bajo la modalidad *dollar-linked*.

Figura 2 Curva de rendimientos de Títulos Senior de Fideicomisos Financieros en Pesos – Abril 2016.



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

(*) Para el cálculo de la tasa de corte se consideró el cupón mínimo como tasa aplicable.

(**) Para el cálculo del rendimiento esperado se consideró que la Tasa Badlar del día de la colocación se mantiene constante hasta la amortización final de cada título.

La tasa de corte informada para los bonos senior en pesos colocados promedió el 32,26% (TNA 28,29%), lo que significa una disminución de 172 bps en comparación con las colocaciones efectuadas en Marzo. Asimismo, el spread respecto a la Tasa Badlar se ubicó en -2,37%, lo cual implica una caída mensual de 224 bps.

Por otra parte, el rendimiento esperado del título, es decir considerando la tasa de corte informada y la Tasa Badlar informada en el día de la colocación, para los bonos senior promedió 41,37% (TNA 35,12%). De este modo, el spread sobre la Tasa Badlar se ubicó en 446 bps, lo que representa un crecimiento mensual de 148 bps.

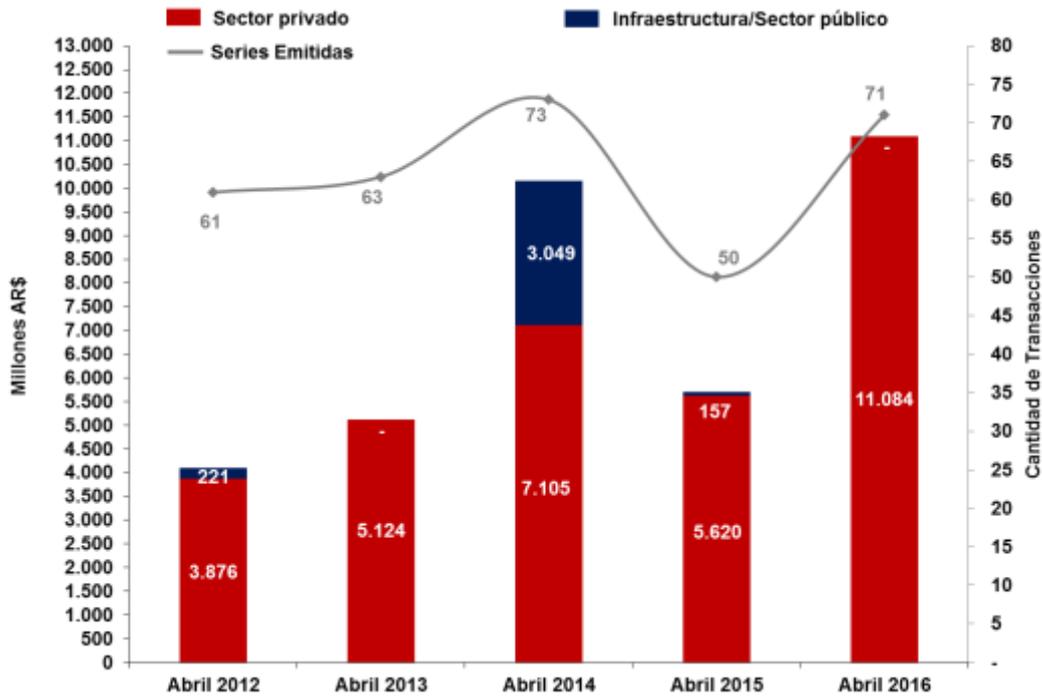
Se excluyó de los cálculos las colocaciones bajo el régimen PyME CNV.

Durante Abril, no se registraron emisiones en pesos de cupón fijo. Respecto a las emisiones de cupón variable, el 48% de las emisiones tuvo una duration inferior a los 5 meses, el 48 % se ubicó en el rango de duration de 5 a 10 y el 4% restante se ubicó en el rango de duration mayor a 10.

La siguiente figura representa las emisiones en moneda local de fideicomisos financieros realizadas durante los primeros cuatro meses de los últimos cinco años. Veremos que en cuanto al monto emitido por el sector privado, el 2016 arroja el mayor valor desde 2012.

Figura 3

Evolución de Fideicomisos Financieros en pesos (excluyendo sintéticos). Período: 2012 - 2016.



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

2. Acciones

Durante el cuarto mes del año el índice Merval registró una suba de 5,63%, ubicándose en los 13.724,07 puntos. Medido en dólares, el indicador registró una suba mensual del 8,03% y cerró el mes en 962,54 puntos, dado que el peso argentino se apreció un 2,22% respecto a la moneda estadounidense, que a su vez cerró el mes con una paridad de 14,25 pesos por dólar.

Las acciones, en su conjunto, presentaron resultados positivos con 43 papeles en alza, 26 en baja y solo 4 sin cambios, a lo largo de las 21 ruedas de abril. En cuanto a las empresas del panel líder, 8 acciones obtuvieron resultados negativos, 6 presentaron resultados positivos y 1 operó sin cambios.

El monto total operado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires totalizó AR\$ 97.794 M, con un promedio diario de AR\$ 5.656 M; un 8,03% por encima del monto promedio registrado en marzo. Las negociaciones en acciones totalizaron AR\$ 4.410 M, con un promedio diario de AR\$ 210 M, un 14,52% por debajo de los valores registrados en el mes precedente.

En el plano internacional, las bolsas de la región tuvieron comportamientos positivos durante el mes de abril. El índice Bovespa, de la bolsa de Brasil, mostró una suba del 7,7% en moneda local y del 12,60% si se lo mide en dólares. El Mexbol, de la Bolsa de México, registró una caída de 0,21% en moneda local y un crecimiento de 0,38% si se lo considera en dólares. Por su parte, el Índice Dow Jones, de la bolsa de Nueva York, registró en abril una suba de 0,50% y cerró el mes en 17.773,64 puntos.

El Peso Argentino se revaluó 2,22% ubicándose en 14,25 pesos por dólar. El Real Brasileiro registró una revaluación de 4,35% alcanzando 3,43 reales por dólar. Por su parte el Euro se revaluó 0,62% con 1,145 dólares por euro y por último el Yen Japonés se revaluó 5,3% con 106,50 yenes por dólar.

Finalmente, los principales commodities a nivel mundial operaron en terreno positivo. El precio de cotización internacional del petróleo registró una suba de 19,77% a un nivel de 45,92 dólares por barril. Por su parte la soja presentó una suba de 12,11% alcanzando un precio de 375,16 dólares por tonelada.

Figura 4 BCBA – Variaciones mensuales y anuales

PANEL LÍDER Merval				PANEL LÍDER Merval			
	Cotización	Var. % ABR	Var. % ABR-15 / ABR-16				
Aluar	9,97	-4,59%	2,89%	Mayor Alza de Acciones			
Petroleo Brasileiro	54,40	29,83%	-2,33%				
Banco Macro	91,30	-3,18%	38,33%				
Sociedad Comercial del Plata	3,26	6,89%	-5,75%				
Consultatio	37,15	-6,21%	57,15%				
				Var. %			
				ABR	ABR-15/ ABR-16		
Edenor	10,85	-11,43%	27,50%	Petroleo Brasileiro	29,83%	-2,33%	
Siderar	6,90	0,00%	-0,14%	YPF	10,23%	-19,85%	
BBVA Francés	102,00	3,03%	30,43%	Sociedad Comercial del Plata	6,89%	-5,75%	
Grupo Financiero Galicia	40,80	-0,85%	55,73%	Mayor Baja de Acciones			
Mirgor	1.322,45	-3,05%	511,40%				
Pampa Holding	11,75	-6,75%	51,03%				
Telecom Argentina	54,00	1,89%	8,00%				
Transener Cia.	6,74	-5,07%	19,93%				
				Var. %			
				ABR	ABR-15/ ABR-16		
Tenaris	192,70	6,17%	5,01%	Edenor	-11,43%	27,50%	
YPF	289,35	10,23%	-19,85%	Pampa Holding	-6,75%	51,03%	
				Consultatio	-6,21%	57,15%	

INDICES BURSATILES (en USD)

Internacional			Latam		
	Cierre ABR	Var. % ABR		Cierre ABR	Var. % ABR
Dow Jones	17.773,64	0,50%	Bovespa	15.690,82	12,60%
S&P 500	2.065,30	0,27%	Merval	962,54	8,03%
Nasdaq	4.775,36	-1,94%	MEXBOL	2.665,47	0,38%
FTSE	7.147,59	1,72%	IPSA	6.0596	2,76%
Nikkei	156,49	5,02%	Colcap	0,4710	5,83%

MONEDAS

Internacional				Latam			
	Cotización	Var. % ABR	Var. % ABR-15 / ABR-16		Cotización	Var. % ABR	Var. % ABR-15 / ABR-16
Euro (EUR)	1,145	0,62%	2,11%	Real (BRL)	3,436	-4,35%	14,17%
Libra (GBP)	1,461	1,68%	-4,81%	Argentina Peso (ARS)	14,258	-2,22%	60,10%
Dólar Australiano (AUD)	1,256	-3,21%	3,94%	México Peso (MXN)	17,177	-0,59%	11,90%
Yen (JPY)	106,500	-5,30%	-10,86%	Chile Peso (CLP)	660,45	-1,09%	8,12%
Yuan (CNY)	6,478	0,38%	4,38%	Colombia Peso (COP)	2.849,97	-5,07%	19,05%

COMMODITIES (en USD)

Míneros			Agricultura		
	Cierre ABR	Var. % ABR		Cierre ABR	Var. % ABR
Petróleo (WTI)	45,92	19,77%	Trigo	175,64	0,95%
Oro onza Troy	1.293,53	4,93%	Maíz	153,64	11,03%
Plata	17,82	15,23%	Soja	375,16	12,11%

Cotización Euro expresado dólares por Euro, y cotización Libra expresado dólares por Libra.

Fuente. Elaboración propia en base a IAMC, Reuters y Ámbito Financiero

3. Bonos Soberanos

Respecto de los bonos en pesos indexados, mostraron resultados tanto positivos como negativos en Abril, destacándose entre aquellos con performance negativo el Bogar 2018 con una caída mensual del 3,7%, mientras que con rendimiento positivo, se destaca el Par Pesos 2005, con una suba del 2,3%.

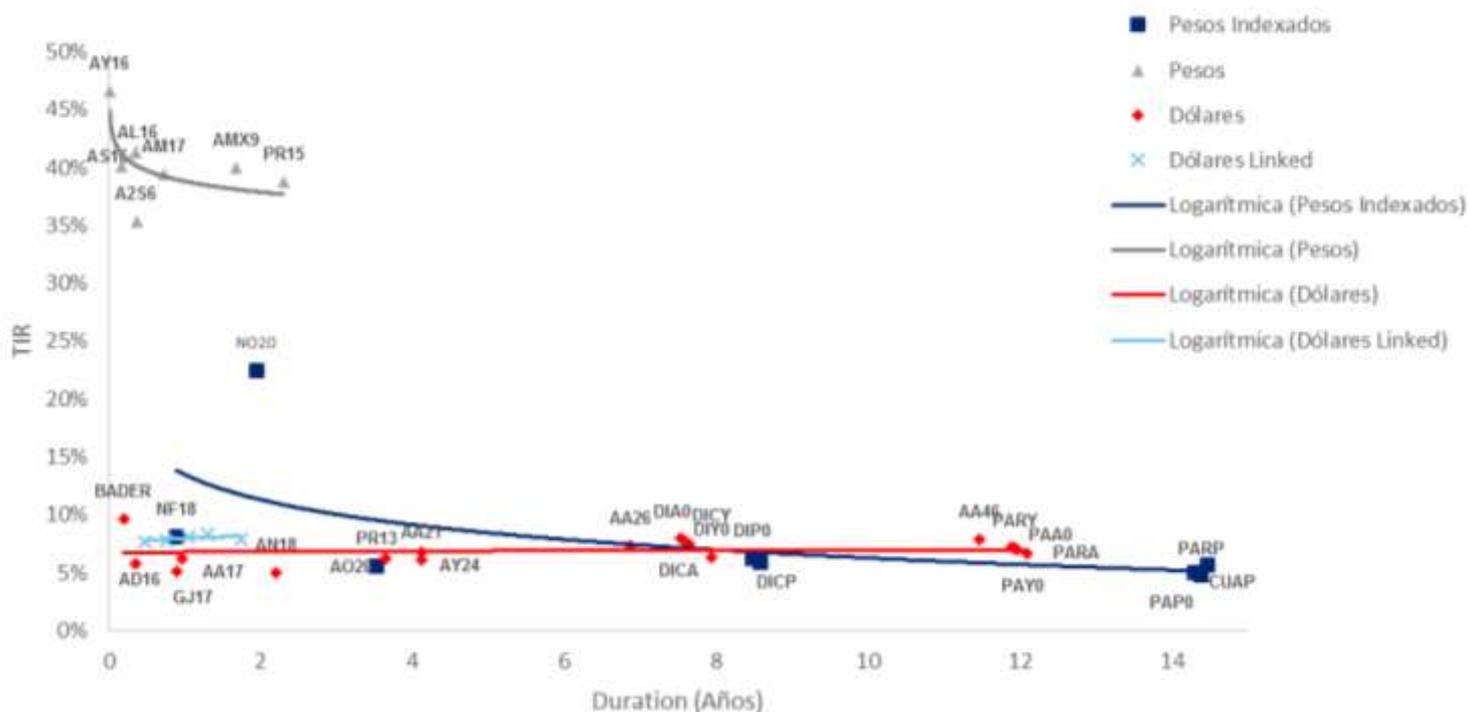
Los bonos en pesos mostraron en su mayoría resultados positivos. Sobresaliendo, el BONAR 16 con una suba del 2,9%. Entre los que tuvieron rendimientos negativos fue el BONAR 2017, con una caída del 5,1%.

En lo que se refiere a las emisiones nominadas en dólares en su mayoría mostraron resultados negativos. Sobresaliendo entre los que tuvieron resultados negativos el Discount USD NY 2005 con un caída del 2,5%, y destacándose entre aquellos con resultados positivos el Discount USD NY 2010, con aumento del 2,5%.

Con relación a los títulos públicos atados al dólar (dollar-linked), todos experimentaron caídas en los precios, sobresaliendo el BONAD 2016, con una caída del 2,2%.

Figura 5

Evolución de la curva de rendimientos de títulos en moneda nacional, moneda nacional indexada, títulos en USD y títulos dolar-linked. Datos al 30-4-16.



Fuente. Elaboración propia en base a IAMC y MAE

Figura 6

BCBA – Bonos soberanos – Datos técnicos al 30-4-16

Cód.	Descripción	En PESOS				Var.Precio	
		Cierre	Paridad	TIR	MD	30d	YTD
		30-04-16		Anual			
Pesos Indexados							
NF18	Bogar 2018	116,5	94,9%	8,1%	0,9	-3,7%	-15,5%
NO20	Bogar 2020	202,5	67,8%	22,5%	2,0	-1,9%	8,2%
PR13	Bocon 2024	333,0	88,0%	5,6%	3,5	1,5%	19,1%
DICP	Discount Pesos 2005	522,0	100,2%	5,9%	8,6	-1,5%	41,5%
PARP	Par Pesos 2005	262,0	65,1%	4,7%	14,4	2,3%	66,3%
PAP0	Par Pesos 2010	252,8	62,8%	5,0%	14,3	0,0%	96,0%
DIP0	Discount Pesos 2010	505,0	96,9%	6,3%	8,5	-1,4%	52,1%
CUAP	Cuasipar	397,5	70,4%	5,6%	14,5	1,9%	43,0%
Pesos							
AS16	BONAR 16	102,1	98,9%	41,3%	0,4	2,9%	1,4%
PR15	Bocon Cons. 8°	160,3	89,2%	38,7%	2,3	0,8%	2,5%
AM17	BONAR 2017	102,2	98,9%	39,5%	0,7	2,2%	3,2%
AMX9	BONAR 2019	102,5	97,7%	40,0%	1,7	2,0%	2,3%
AY16	BONAC 2016	106,6	99,7%	46,6%	0,0	2,7%	-
A2S6	BONAC 2016	104,0	100,8%	35,3%	0,4	2,2%	-
AL16	BONAC 2016	103,1	98,9%	40,1%	0,2	2,3%	-
AO17	BONAR 2017	101,5	99,4%	39,4%	1,1	-5,1%	-
AM20	BONAR 2020	103,5	97,8%	38,7%	2,0	1,7%	-

En DOLARES							
Cód.	Descripción	Cierre 30-04-16	Paridad	TIR Anual	MD	Var.Precio	
						30d	YTD
<i>Dólares</i>							
AA17	BONAR X	1.458,5	101,8%	5,1%	0,9	-5,0%	28,5%
AN18	BONAR 2018	1.620,0	109,2%	5,1%	2,2	1,4%	15,7%
AY24	BONAR 2024	1.620,1	108,7%	6,8%	4,1	1,6%	31,3%
DICY	Discount USD NY 2005	2.210,0	107,3%	7,5%	7,6	-9,1%	33,1%
DICA	Discount USD AR 2005	2.170,0	105,3%	7,7%	7,6	1,0%	36,5%
PARY	Par USD NY 2005	955,0	66,7%	7,1%	11,9	-5,9%	42,5%
PARA	Par USD AR 2005	960,0	67,1%	7,1%	12,0	-6,6%	43,3%
PAA0	Par USD AR 2010	944,0	65,9%	7,2%	11,9	-2,7%	44,1%
PAY0	Par USD NY 2010	1.000,0	69,8%	6,7%	12,1	0,0%	52,0%
DIA0	Discount USD AR 2010	2.130,0	103,4%	8,0%	7,5	1,9%	36,5%
DIY0	Discount USD NY 2010	2.415,0	117,2%	6,3%	7,9	2,5%	48,2%
GJ17	Global 2017	1.520,0	102,6%	6,2%	1,0	-9,8%	31,6%
BADER	BADER	1.430,0	98,9%	9,7%	0,2	-2,7%	-
AO20	BONAR 2020	1.538,0	107,1%	6,2%	3,7	-4,2%	-
AD16	BONAR 2016	1.460,0	100,1%	5,8%	0,4	-2,0%	-
AA21	BONAR 2021	1.485,0	103,7%	6,1%	4,1	-	-
AA26	BONAR 2026	1.463,0	102,2%	7,3%	6,9	-	-
AA46	BONAR 2046	1.420,0	99,2%	7,8%	11,5	-	-
<i>Dólares Linked</i>							
AO16	BONAD 2016	1.390,0	97,3%	7,7%	0,5	-2,2%	45,2%
AM18	BONAD 2018	1.303,0	90,9%	7,9%	1,7	-0,2%	30,7%
AF17	BONAD 2017	1.355,0	94,7%	7,8%	0,8	-1,6%	-
AJ17	BONAD 2017	1.322,0	92,5%	8,1%	1,0	-1,3%	-
AS17	BONAD 2017	1.293,0	90,4%	8,4%	1,3	-2,0%	-

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

4. Obligaciones Negociables

Durante el mes de Abril, 6 compañías emitieron deuda en el mercado de capitales. En total se colocaron 8 series bajo Régimen General.

Las emisiones totales en pesos alcanzaron un volumen de AR\$ 1.734,94 M, mientras que de dollar-linked totalizaron USD 45,82 M.

Por otro lado, el spread promedio sobre Tasa Badlar (considerando los títulos que licitaron margen) se situó en 3,81%, lo que representa una caída de 183 bps respecto al mes pasado.

Teniendo en cuenta las emisiones en pesos registradas en el mes bajo análisis, el promedio de la tasa real de corte se ubicó en 41,78% (TNA 35,43%), lo que significó un aumento de 543 bps en comparación a Marzo.

Figura 7

Obligaciones Negociables colocadas en Abril de 2016

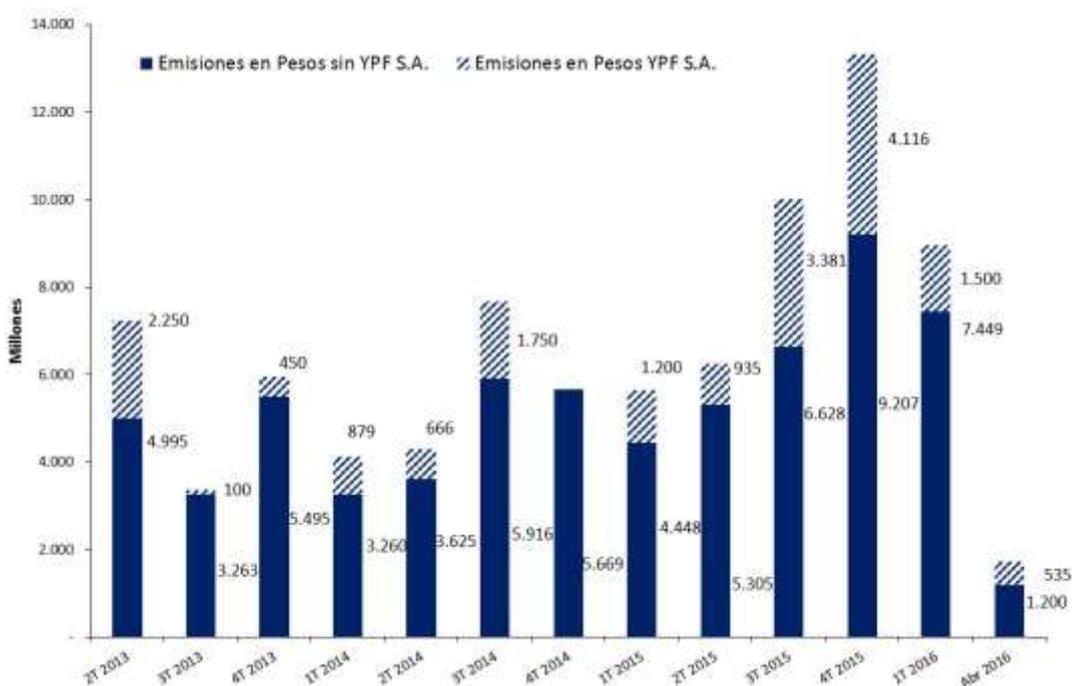
Empresa	Serie/ Clase	Monto (M)	MDA	Plazo	Duration	Tasa / Margen de Corte		Cupón	Tipo	Calif.	TIR
CELULOSA ARGENTINA S.A.	Clase 6	148,17	AR	18 meses	13,08	Margen	6,80%	Badlar + Margen (Min:34,5% hasta mes 9)	ON	A	42,04%
	Clase 7	-	USD	24 meses	-	-	-	Fija	ON	A	-
GPAT COMPAÑÍA FINANCIERA S.A.	Clase XXII	155,00	AR	18 meses	13,88	Margen	5,00%	Badlar + Margen	ON	Aa2	39,73%
TARJETA NARANJA S.A.	Clase XXXIII/ Serie I	133,09	AR	18 meses	14,76	Margen	4,50%	Badlar + Margen (MIN: 37% Primeros 3 meses)	ON	AA-	40,03%
	Clase XXXIII/ Serie II	366,91	AR	36 meses	23,40	Margen	5,40%	Badlar + Margen (MIN: 37% Primeros 6 meses)	ON	AA-	41,20%
YPF S.A.	Clase XLVIII	45,82	USD	48 meses	41,67	Fija	8,25%	Fija	ON	AA	8,51%
	Clase XLIX	534,92	AR	48 meses	26,73	Margen	6,0%	Badlar + Margen	ON	AA	42,55%
PETROLERA PAMPA S.A.	Clase 14	295,76	AR	12 meses	10,80	Margen	5,90%	Badlar + Margen	VCP	A2	42,92%
ALGABO S.A.	Serie II	-	AR	36 meses	-	-	-	Badlar + Margen (MIN: 16% y Max 37%)	ON PYME	BBB+	-
PUENTE HNOS S.A.	Clase 9	101,09	AR	12 meses	10,80	Margen	5,00%	Badlar + Margen	VCP	A1	41,63%
	Clase 10	-	AR	12 meses	-	-	-	Fija	VCP	A1	-
TOTAL		\$ 1.734,94									
		USD 45,82									

Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

En las figuras presentadas a continuación se expone la evolución en las colocaciones, tanto en pesos como en dólares, desde el segundo trimestre del 2013, diferenciando las emisiones de YPF S.A. de las del resto de las emisoras.

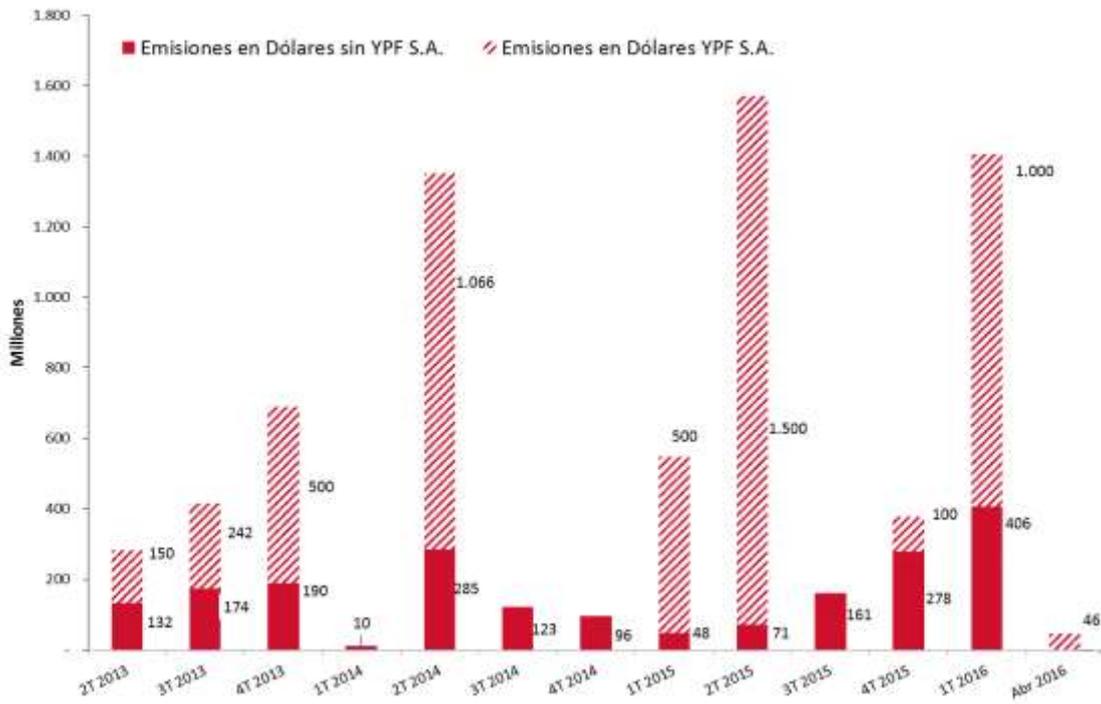
Figura 8

A) Emisiones en Pesos de Obligaciones Negociables.



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

Figura 9 Emisiones de Obligaciones Negociables dollar-linked

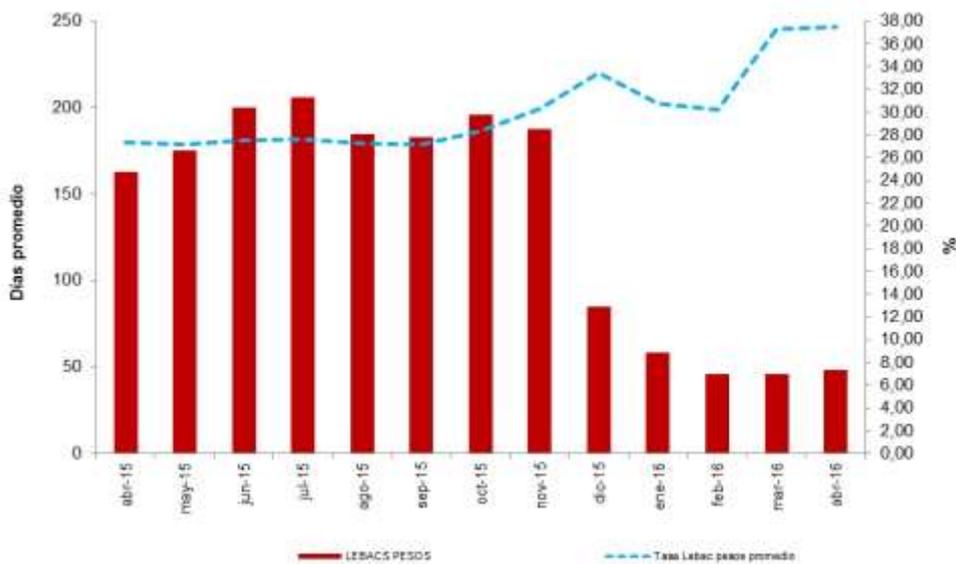


Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

5. Lebac y Nobacs

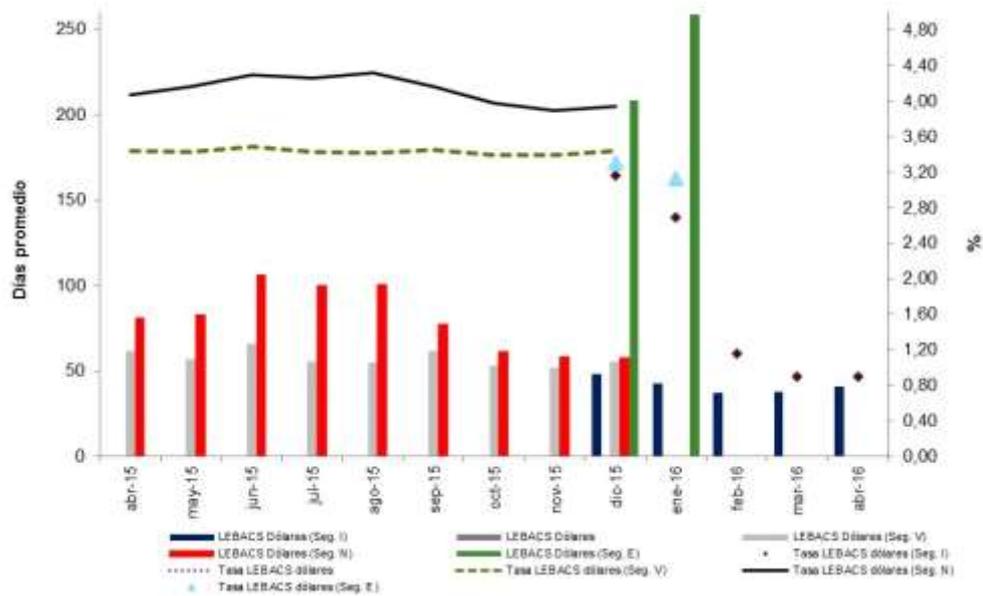
Durante el mes de Abril, el Banco Central colocó Letras en pesos por AR\$ 246.010 M y Letras en dólares por USD 2.409 M. De estas últimas, la totalidad correspondieron al Segmento I.

Figura 10 Días y tasas promedio de las licitaciones Lebac en pesos



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

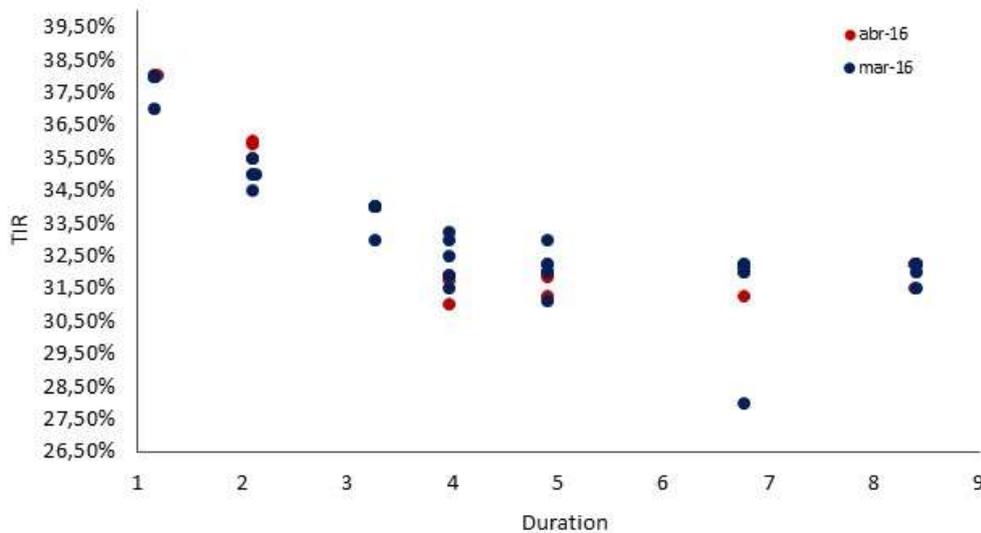
Figura 11 Días y tasas promedio de las licitaciones Lebacs en dólares



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

El plazo promedio de las colocaciones de Lebacs en pesos fue de 48 días aproximadamente, mientras que la tasa promedio ponderada pagada alcanzó el 37,43%. Por otro lado, el plazo promedio de las colocaciones de Lebacs en dólares del Segmento I ascendió a 41 días y la tasa promedio ponderada pagada por esta fue 0,90%.

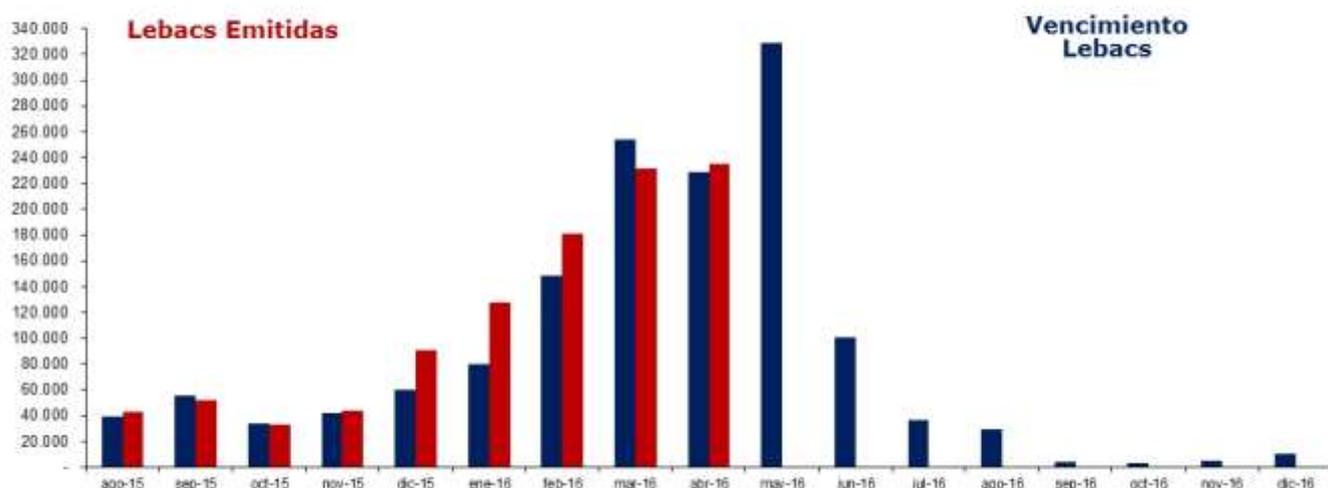
Figura 12 Curva de rendimientos de Lebacs en pesos – Marzo - Abril 2016



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

En el mes de Abril se registraron vencimientos por \$ 228.698 M, lo cual representa una caída intermensual de 10%. El stock de Lebac entre mayo y diciembre asciende aproximadamente a \$ 518.527 M. De los cuales, el 90% vence dentro de los 90 días y el 10% restante vence entre agosto y septiembre.

Figura 13 Curva de vencimiento de Lebac en pesos (en millones)



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

6. Cheques de Pago Diferido

En el mes de Abril se negociaron AR\$ 1.211 M en el mercado de cheques diferidos, lo cual representa una disminución mensual de 6,2% y un aumento de 232% respecto al mismo mes de 2015.

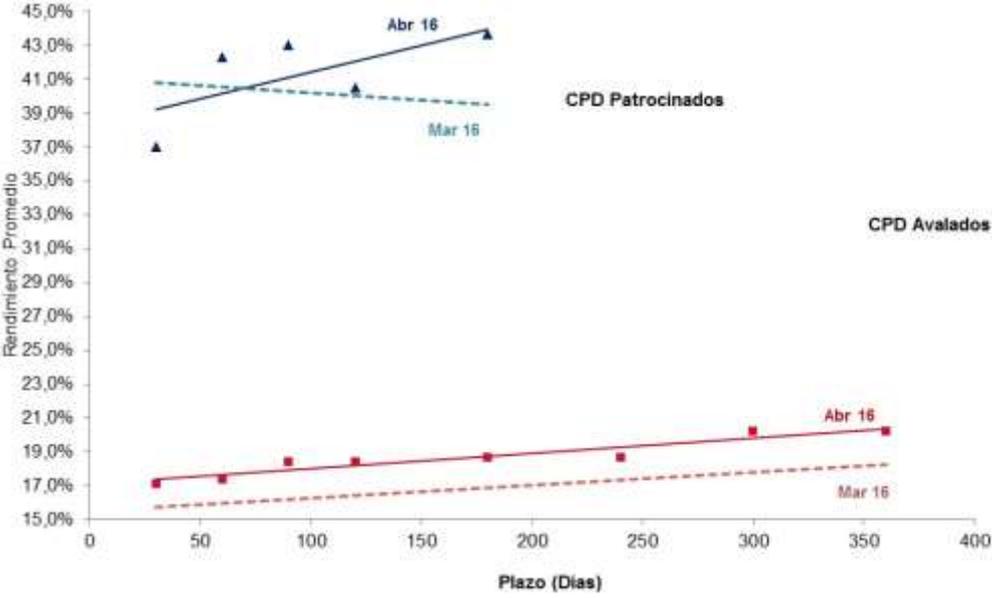
Figura 14 Negociación Bursátil de Cheques de Pago Diferido



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

En total se negociaron 10.833 unidades, lo que representa una caída mensual de 0,9%. Asimismo, la proporción de CPD avalados fue de 99,42% y el plazo promedio del total negociado disminuyó a 195 días.

Figura 15 Curva de rendimientos de Cheques de Pago Diferido (Promedio por plazo)



Fuente: Elaboración propia en base a BCBA

La tasa promedio para los CPD avalados fue 19%, mientras que para los patrocinados fue 42,10%.

Dentro de los cheques avalados, el 26,8% de las transacciones se concentraron en plazos de hasta 90 días, el 24,2% entre 90 y 180 días y el 49% restante, en plazos mayores a los 180 días.

En cuanto a los patrocinados, las operaciones con plazos hasta 90 días abarcaron el 29,9% y el 70,1% se concentró en plazos mayores a 90 días.

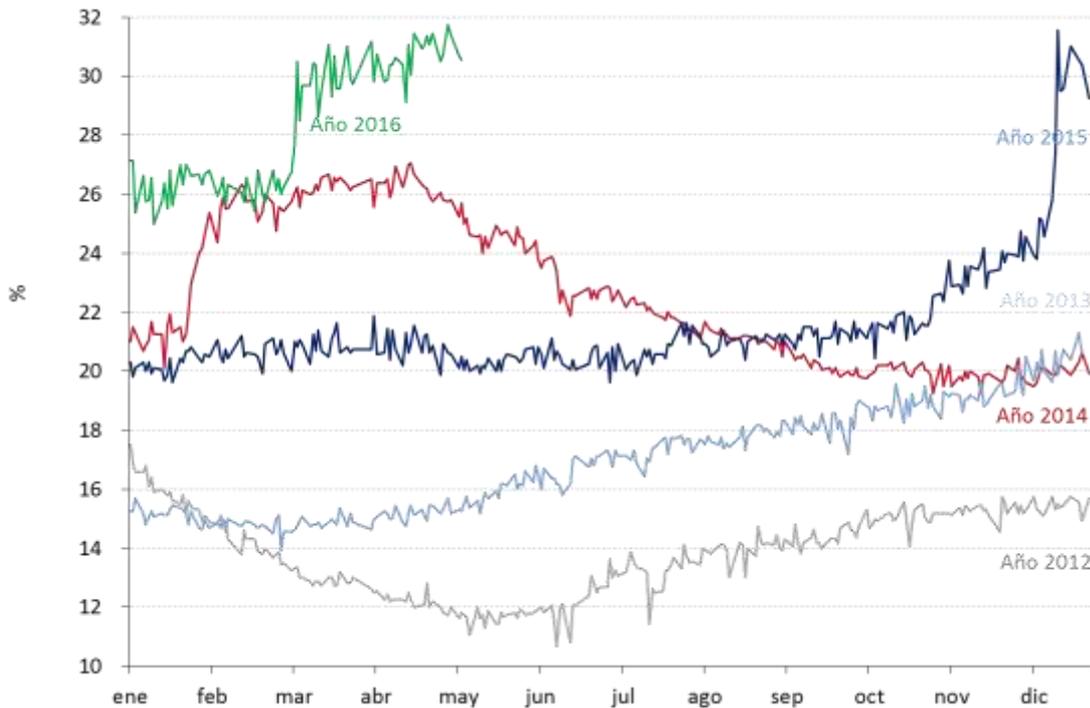
La tasa de interés promedio ponderada de los cheques de pago diferido totales de Abril registró un incremento intermensual del 9,4%, alcanzando un valor de 19,13%.



1. Tasas de Interés

Al 30 de Abril, la tasa de interés promedio de mercado de Call y la tasa de interés promedio de mercado de Badlar Bancos Privados aumentaron con respecto al mes de marzo.

Figura 16 Evolución tasa Badlar: evolución diaria comparativa 2012-2016



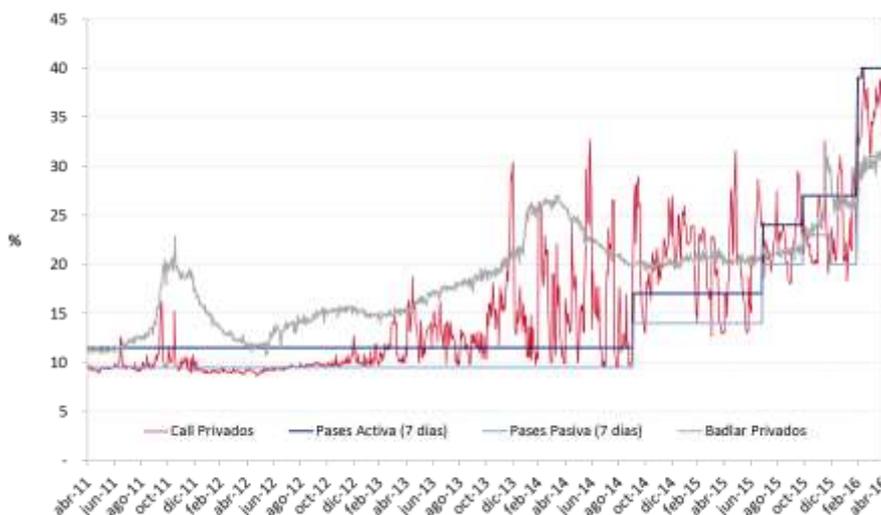
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-16

El promedio mensual al 30 de Abril de la tasa de captación de fondos a nivel mayorista (BADLAR Bancos Privados) fue de 30,70%, aumentando 96 bps respecto al promedio del mes anterior. A nivel minorista, la tasa de encuesta realizada por el BCRA, en promedio, presentó un aumento mensual de 85 bps, cerrando en 27,64%.

En el mercado interbancario, la tasa de Call en promedio aumentó 290 bps en relación al mes anterior, cerrando al 29 de Abril en 33,91%.

Durante el mes bajo análisis, el BCRA mantuvo las tasas activas y pasivas en 40% y 31% respectivamente.

Figura 17 Tasas de corto plazo



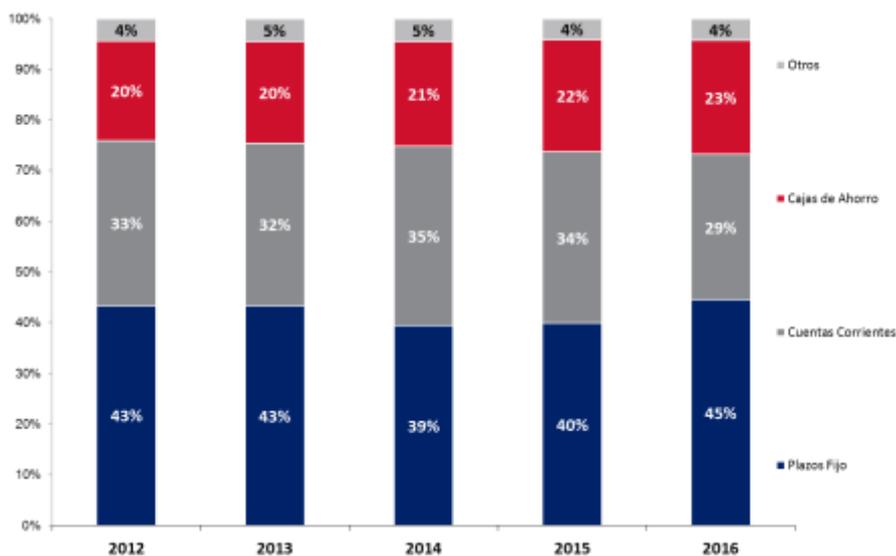
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-16

2. Depósitos

Al 30 de Abril, los depósitos promedio del sistema financiero totalizaron AR\$ 1.451.641M, que medidos contra el monto promedio del mes anterior, representan una disminución del 0,3%. En términos interanuales, la tasa de crecimiento de la captación de fondos ascendió a 34,5%.

Si se analizan los depósitos totales promedio por tipo de moneda, los nominados en pesos disminuyeron 0,1% con respecto al mes anterior y aumentaron 25,5% en forma interanual, alcanzando AR\$ 1.245.540M.

Figura 18 Composición de los Depósitos totales del Sistema Financiero



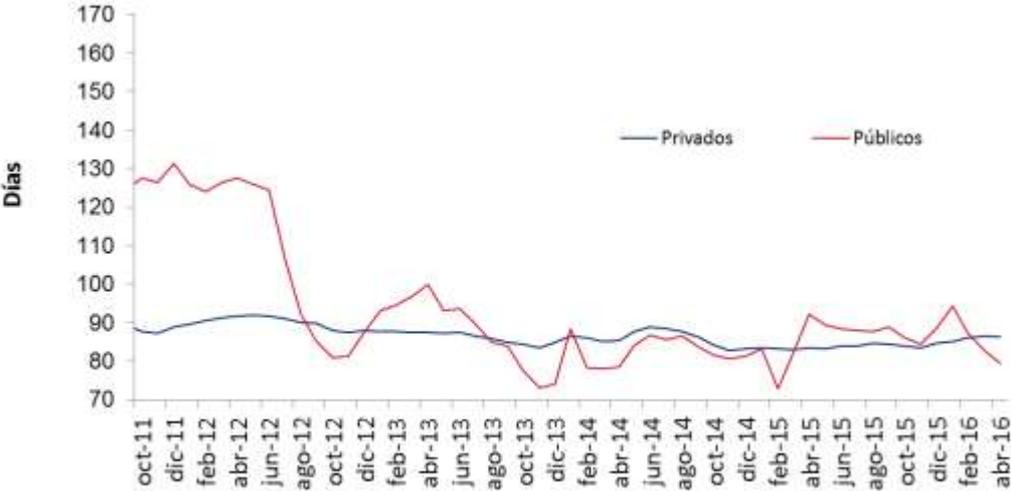
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-16

En cuanto a los nominados en dólares, los mismos aumentaron 2,4% respecto al mes previo y aumentaron 48,8% en términos interanuales.

Los depósitos a Plazo Fijo en moneda nacional dentro del sector privado aumentaron 0,5%, mientras que en dólares tuvieron una variación mensual del -4,1%. A su vez, las colocaciones mayoristas en ambas monedas (mayores a un millón de pesos), disminuyeron 3,7%.

Con respecto a los plazos de colocación dentro del sector privado, los mismos disminuyeron con respecto a marzo alcanzando un promedio de 86 días.

Figura 19 Plazos Fijos: evolución de los días promedio de colocación (dic-11 a abr-16)



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-16

Considerando los saldos diarios informados al 30 de Abril, los depósitos promedio del sector privado disminuyeron 0,3% respecto del mes anterior, alcanzando AR\$ 1.083.155 M. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo, presentaron una disminución del 0,8%, en comparación al promedio del mes precedente.

Los depósitos promedio del sector público disminuyeron 0,3% respecto del mes anterior, alcanzando AR\$ 368.486 M de acuerdo a los datos disponibles al 30 de Abril. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo disminuyeron un 0,7% en relación al promedio del mes anterior.

Figura 20 Variación mensual de Depósitos Privados

	Sector Privado											
	Total	% s/ Dep.Tot.	Var. Mensuales			Var. Anuales			Total USD			
			C.C. + C.A.	P.F.	Total	C.C. + C.A.	P.F.	Total	Tot. en USD	Var. Mens.	% s/ Dep Tot.	
2014												
Ene	539.450	69,6%	1,7%	3,5%	2,4%	24,4%	30,6%	27,2%	7.157	5,2%	9,7%	
Feb	550.559	68,5%	-0,4%	4,5%	2,1%	24,3%	33,7%	28,5%	7.270	1,6%	10,6%	
Mar	558.144	68,5%	-1,2%	3,8%	1,4%	22,7%	35,4%	28,7%	6.844	-5,9%	9,9%	
Abr	574.700	68,7%	1,4%	4,7%	3,0%	22,1%	39,7%	30,2%	6.710	-2,0%	9,5%	
May	589.533	69,4%	3,3%	2,1%	2,6%	25,2%	39,1%	31,6%	7.169	6,8%	10,0%	
Jun	605.403	69,8%	5,3%	0,3%	2,7%	26,3%	38,3%	31,6%	7.187	0,3%	9,8%	
Jul	620.200	70,5%	5,4%	-0,2%	2,4%	28,5%	34,8%	31,1%	7.124	-0,9%	9,5%	
Ago	625.816	70,0%	0,4%	1,4%	0,9%	30,7%	31,1%	30,5%	7.118	-0,1%	9,6%	
Sep	636.122	69,8%	2,1%	1,2%	1,6%	30,6%	29,0%	29,5%	7.146	0,4%	9,6%	
Oct	647.781	69,3%	2,6%	0,9%	1,8%	31,3%	27,5%	29,1%	7.175	0,4%	9,5%	
Nov	661.253	69,2%	2,1%	1,9%	2,1%	33,2%	26,6%	29,7%	7.268	1,3%	9,5%	
Dic	685.877	69,1%	6,4%	1,0%	3,7%	33,0%	28,0%	30,2%	7.323	0,8%	9,2%	
2015												
Ene	702.522	70,3%	2,2%	3,3%	2,4%	33,6%	27,8%	30,2%	7.337	0,2%	9,3%	
Feb	721.696	69,1%	1,5%	4,0%	2,7%	36,1%	27,1%	31,1%	7.786	6,1%	9,4%	
Mar	743.857	69,6%	0,6%	5,9%	3,1%	38,6%	29,6%	33,3%	8.004	2,8%	9,5%	
Abr	768.519	71,2%	0,9%	5,8%	3,3%	38,0%	30,9%	33,7%	7.857	-1,8%	9,1%	
May	796.872	72,1%	3,5%	3,6%	3,7%	38,2%	32,9%	35,2%	8.295	5,6%	9,4%	
Jun	825.559	72,3%	4,1%	3,5%	3,6%	36,7%	37,0%	36,4%	8.262	-0,4%	9,1%	
Jul	853.000	71,9%	5,4%	1,5%	3,3%	36,6%	39,3%	37,5%	8.243	-0,2%	8,9%	
Ago	863.593	71,7%	-0,3%	2,8%	1,2%	35,7%	41,3%	38,0%	8.356	1,4%	9,0%	
Sep	882.986	72,0%	2,1%	2,5%	2,2%	35,7%	43,2%	38,8%	8.413	0,7%	9,0%	
Oct	907.500	72,3%	3,3%	2,2%	2,8%	36,5%	45,1%	40,1%	9.151	8,8%	9,6%	
Nov	932.933	72,5%	2,7%	2,7%	2,8%	37,3%	46,3%	41,1%	9.119	-0,3%	9,5%	
Dic	996.451	73,2%	10,5%	2,9%	6,8%	42,6%	49,1%	45,3%	9.537	4,6%	11,1%	
2016												
Ene	1.038.199	74,6%	-2,6%	12,2%	4,2%	36,0%	61,9%	47,8%	11.088	16,3%	14,6%	
Feb	1.067.390	75,2%	2,1%	3,1%	2,8%	36,8%	60,5%	47,9%	11.429	3,1%	15,9%	
Mar	1.086.622	74,6%	2,1%	1,7%	1,8%	38,8%	54,2%	46,1%	11.893	4,1%	16,4%	
Abr	1.083.155	74,6%	-0,2%	-0,8%	-0,3%	37,3%	44,7%	40,9%	11.928	0,3%	15,9%	

Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-16

Figura 21 Variación mensual de Depósitos Públicos

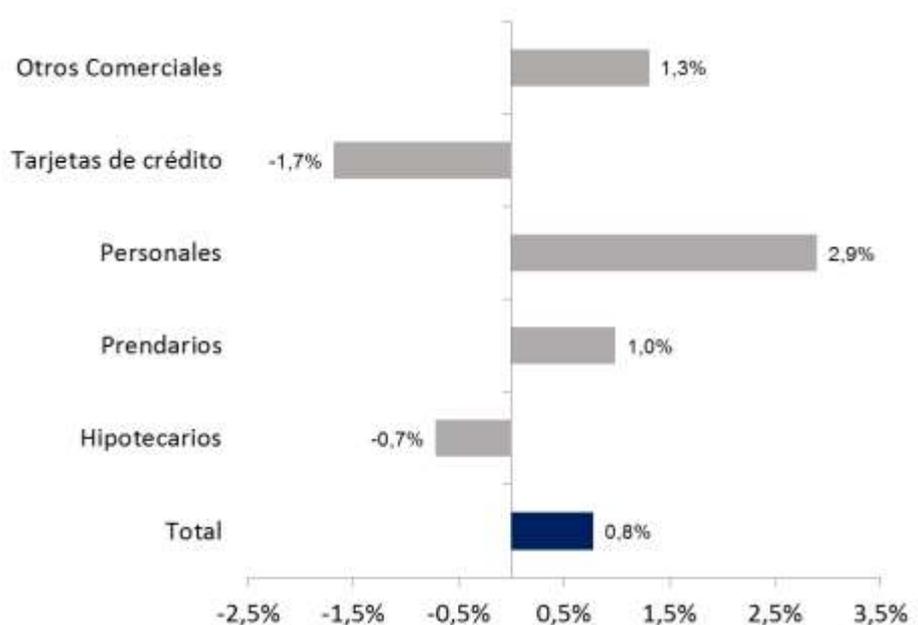
	Sector Público										
	Total	% s/ Dep.Tot.	Var. Mensuales			Var. Anuales			Total USD		
			C.C. + C.A.	P.F.	Total	C.C. + C.A.	P.F.	Total	Tot. en USD	Var. Mens.	% s/ Dep Tot.
2014											
Ene	235.824	30,4%	-1,4%	-21,8%	-8,5%	26,5%	-10,2%	13,6%	1.790	13,5%	5,7%
Feb	253.560	31,5%	-4,3%	32,2%	7,5%	25,1%	2,0%	16,6%	1.726	-3,6%	5,7%
Mar	256.172	31,5%	1,1%	1,0%	1,0%	24,5%	4,3%	17,4%	1.656	-4,1%	5,4%
Abr	261.942	31,3%	6,1%	-3,1%	2,3%	24,0%	0,9%	15,8%	1.678	1,3%	5,4%
May	260.022	30,6%	2,2%	-5,7%	-0,7%	23,9%	-11,4%	10,3%	1.327	-20,9%	4,4%
Jun	262.245	30,2%	10,8%	-15,6%	0,9%	31,9%	-20,4%	11,5%	1.551	16,9%	5,1%
Jul	259.886	29,5%	-0,8%	-2,3%	-0,9%	28,4%	-20,2%	10,6%	1.568	1,1%	5,2%
Ago	268.158	30,0%	1,0%	9,7%	3,2%	27,6%	-14,7%	11,7%	1.262	-19,5%	4,2%
Sep	275.462	30,2%	2,6%	3,6%	2,7%	28,5%	-13,0%	12,5%	1.313	4,0%	4,2%
Oct	286.309	30,7%	5,0%	2,0%	3,9%	32,4%	-15,7%	12,9%	1.244	-5,2%	3,9%
Nov	294.842	30,8%	4,5%	-0,3%	3,0%	37,6%	-22,5%	12,0%	1.307	5,1%	4,0%
Dic	307.012	30,9%	9,9%	-9,4%	4,1%	42,1%	-17,7%	19,2%	1.752	34,0%	4,6%
2015											
Ene	297.133	29,7%	-11,4%	16,6%	-3,2%	27,6%	22,7%	26,0%	1.579	-9,9%	5,3%
Feb	322.743	30,9%	-4,6%	38,0%	8,6%	27,3%	28,1%	27,3%	1.639	3,8%	4,6%
Mar	324.149	30,4%	9,5%	-12,1%	0,4%	37,8%	11,6%	26,5%	1.857	13,3%	5,3%
Abr	310.524	28,8%	3,9%	-20,1%	-4,2%	35,0%	-8,0%	18,5%	1.713	-7,8%	5,2%
May	308.851	27,9%	2,0%	-6,7%	-0,5%	34,7%	-8,9%	18,8%	1.474	-14,0%	4,6%
Jun	316.131	27,7%	6,0%	-5,3%	2,4%	28,9%	2,2%	20,5%	1.778	20,6%	5,4%
Jul	332.588	28,1%	3,5%	11,2%	5,2%	34,5%	16,4%	28,0%	2.305	29,7%	6,6%
Ago	341.328	28,3%	1,4%	6,4%	2,6%	34,9%	12,9%	27,3%	2.188	-5,1%	6,2%
Sep	342.694	28,0%	0,6%	-0,1%	0,4%	32,4%	8,9%	24,4%	1.791	-18,2%	5,2%
Oct	347.656	27,7%	0,8%	1,6%	1,4%	27,0%	8,4%	21,4%	1.364	-23,8%	4,4%
Nov	354.691	27,5%	4,1%	-3,2%	2,0%	26,6%	5,2%	20,3%	1.283	-5,9%	4,3%
Dic	364.286	26,8%	9,8%	-17,0%	2,7%	26,5%	-3,6%	18,7%	1.323	3,1%	5,0%
2016											
Ene	353.177	25,4%	-10,9%	18,4%	-3,0%	27,3%	-2,2%	18,9%	1.630	23,2%	7,0%
Feb	351.794	24,8%	-3,7%	6,8%	-0,4%	28,4%	-24,3%	9,0%	1.683	3,2%	7,6%
Mar	369.451	25,4%	5,9%	7,4%	5,0%	24,3%	-7,5%	14,0%	2.017	19,9%	8,4%
Abr	368.486	25,4%	0,1%	-0,7%	-0,3%	19,7%	15,0%	18,7%	2.317	14,9%	9,2%

Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-16

3. Préstamos

Al 30 de Abril de 2016, la banca totalizaba una suma promedio de AR\$ 843.240 M destinados a préstamos al sector privado, registrando así un incremento mensual del 0,8%. En términos interanuales, los préstamos tuvieron un crecimiento del 34,13%.

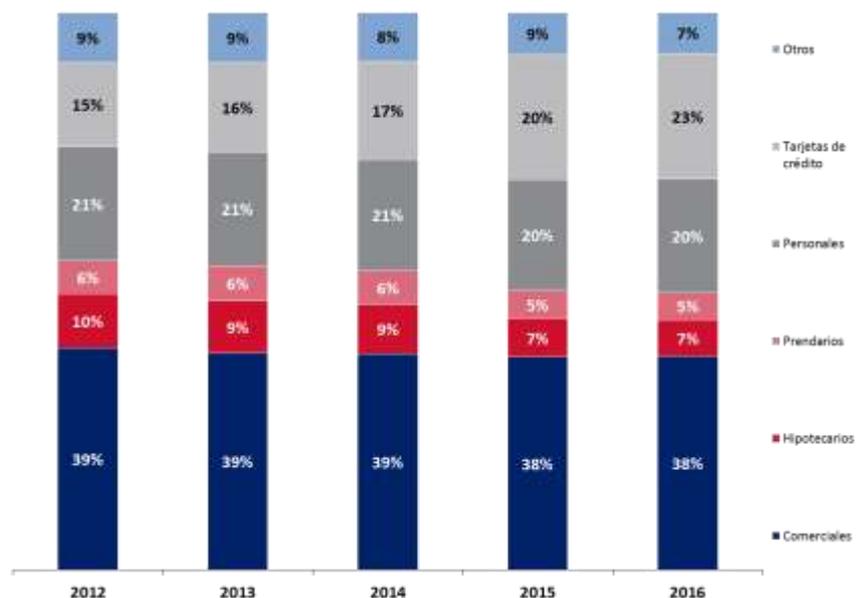
Figura 22 Variación mensual de préstamos al sector privado – Abril 2016



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 30-04-16

Con relación a la evolución mensual por línea de préstamo, los créditos personales presentaron un incremento del 2,9%, seguido por el rubro de Otros Créditos con un incremento del 1,3%.

Figura 23 Composición de los Préstamos al Sector Privado (Enero 2012 – Abril 2016)



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 30-04-16



El renovado sistema de formación de libro

El jueves 5 de mayo del 2016, la Comisión Nacional de Valores a través de su Resolución General Número 662³ rehabilitó el sistema de formación de libro (book building) para las colocaciones primarias de valores negociables. Por ello, vemos oportuno comprender los detalles que hacen a esta metodología, incluyendo su forma de funcionamiento, algunos antecedentes así como también los motivos de su eliminación y rehabilitación.

¿Qué es el book building?

Se trata de un método para la colocación de valores negociables alternativo a la subasta, que se caracteriza fundamentalmente por la facultad de los colocadores a tomar manifestaciones de interés durante el período de difusión. A continuación, detallamos el proceso típico de formación de libro:

1. Previo a la colocación, la emisora y los colocadores acuerdan los temas inherentes a la transacción. El método de adjudicación y las pautas de exclusión son especificados previamente en el prospecto de emisión. Como ejemplo, el mismo podría prever la posibilidad de rechazar ofertas realizadas por competidores en el caso de una emisión de Acciones.
2. Durante el período de difusión, los colocadores realizan el armado del libro, es decir ofrecen el producto y toman manifestaciones de interés de los potenciales compradores. Los potenciales inversores pueden optar por renunciar a la facultad de ratificarlas.
3. En el día de la licitación, los potenciales inversores deben ratificar sus manifestaciones de interés para que sean consideradas firmes y vinculantes. El emisor determina el precio o la tasa de corte en función de las ofertas recibidas, el cual es uniforme para todos los adjudicados al igual que en la subasta o licitación.

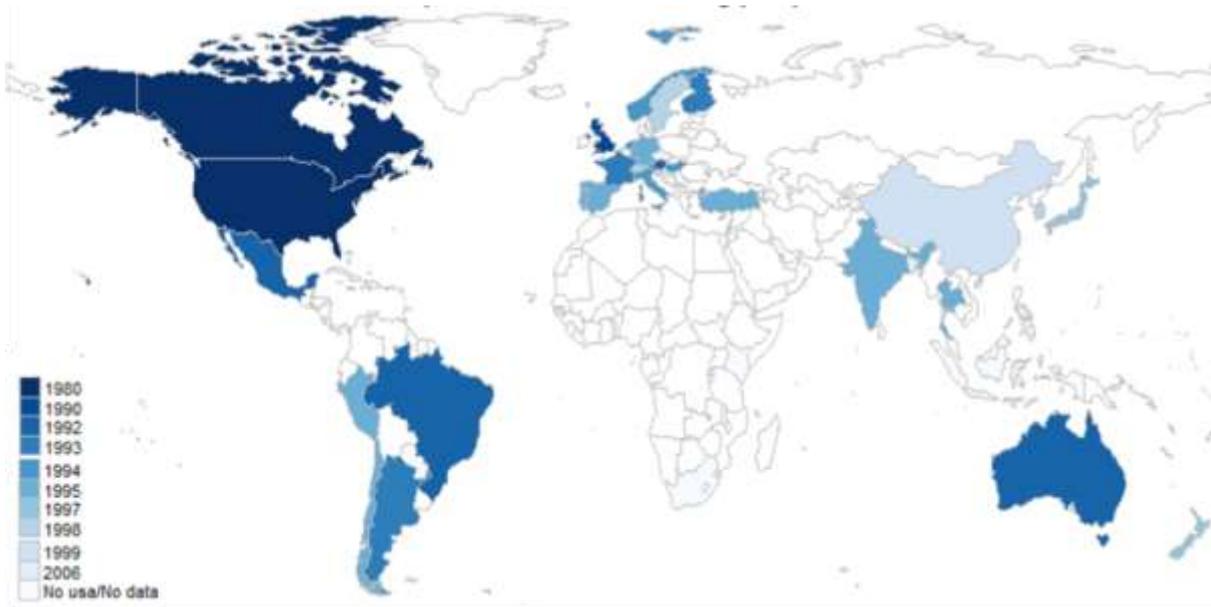
Este proceso presenta dos diferencias fundamentales respecto de la subasta o licitación. En primer lugar, los colocadores construyen una curva de demanda conocida por la emisora al momento de decidir el corte y el monto de la adjudicación, lo cual se diferencia de sistemas vigentes que sólo informan una vez recibidas todas las ofertas. En segundo lugar, la emisora puede prever ciertas pautas de exclusión para proteger sus intereses..

Antecedentes

En el plano internacional, países como Estados Unidos, Alemania, Australia y Japón emplean principalmente el sistema de formación de libros para sus colocaciones primarias. En otros lugares como Inglaterra, Chile y Perú, ambos sistemas conviven en simultáneo⁴.

³ Ver Resolución General 662.

⁴ Jagannathan, Ravi, and Ann E. Sherman. Why do IPO auctions fail?. No. w12151. National Bureau of Economic Research, 2006.

Figura 24**Año de adopción de book building**

Fuente. Elaboración propia en base a Jagannathan, Ravi, and Ann E. Sherman, 2006.

Como se observa en el mapa de la Figura 1, el book building nació en la década de 1980 en los Estados Unidos y se expandió avanzados los '90. En Argentina, Brasil, Chile y otros países de la región, la adopción del sistema fue contemporánea a la privatización de activos dada la necesidad de valorar compañías estatales de gran volumen. Por ejemplo, en nuestro país fue empleado por primera vez en el año 1993 para la venta de acciones de YPF por más de USD 3.000 millones.

El grado de adopción varía para cada mercado. En Brasil, si bien fue adoptado en 1992 para las colocaciones off-shore, el sistema fue ampliamente aceptado por las prácticas de mercado y en la actualidad convive con las subastas. Similarmente, los mercados de Chile y Perú prefieren ambos sistemas en la actualidad.

Novedades Normativas

En Argentina, el sistema de armado de libros se había consolidado como el principal método para la colocación de deuda de compañías locales en el exterior. No obstante, la Comisión Nacional de Valores en su Resolución General 597 de fecha 30 de noviembre del 2011 prevé que las colocaciones primarias sólo puedan ser adjudicadas a través de subastas o licitaciones. La decisión se fundamentó en la protección de los derechos del consumidor financiero, a saber: la seguridad y los intereses económicos, información adecuada y veraz, así como también a la libertad de elección en orden a los bienes y servicios que requieren y se les ofrecen. En particular, se atacó la total discrecionalidad de la emisora y/o los colocadores para excluir a potenciales interesados.

Como parte de algunas medidas propuestas por el nuevo Directorio, la Comisión a través de la Resolución General 662 de fecha 5 de mayo del 2016 habilita una versión renovada de este sistema para las colocaciones primarias. En primer lugar, restablece la obligación de los colocadores de informar a la emisora sobre los esfuerzos de colocación, con un plazo máximo de 15 días una vez efectuada la adjudicación. Asimismo, el suplemento de prospecto debe explicitar las pautas objetivas para la designación de un precio de corte, como así también informar un precio o rango de referencia. De esta manera, se mantiene la esencia del book building aunque se restringe al menos en parte la discrecionalidad de los participantes. La norma además modifica algunas cuestiones generales que hacen a ambas metodologías. Por un lado, el período mínimo de difusión disminuye de cuatro a tres días previos a la subasta o adjudicación. En el

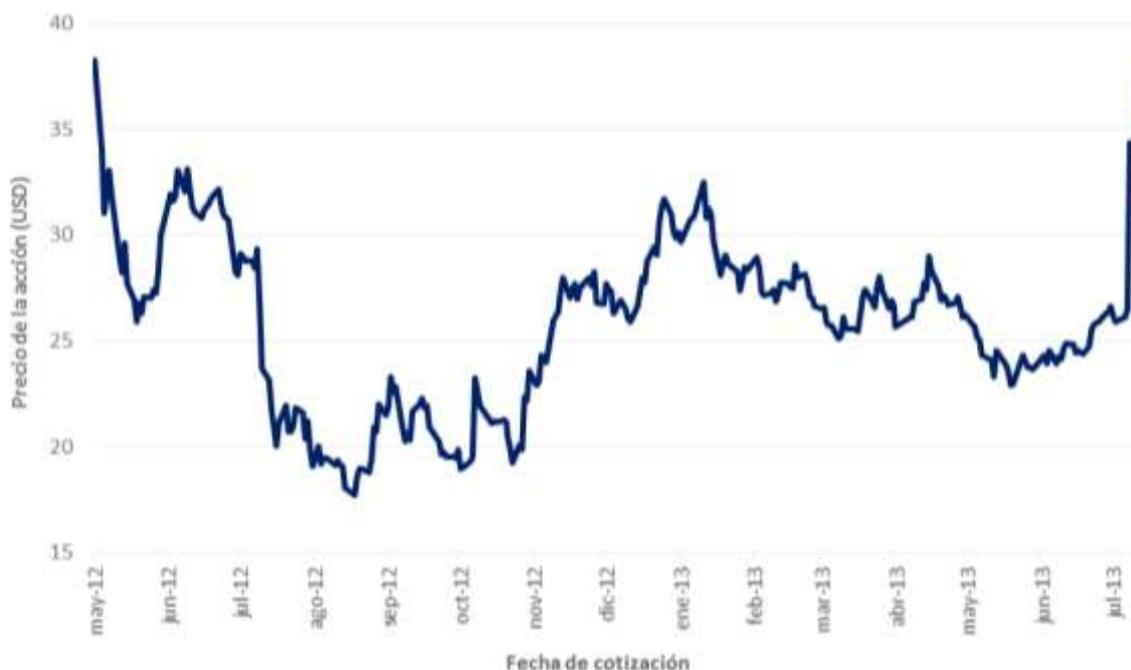
caso de Acciones y Obligaciones Negociables, el mismo puede ser reducido a tan sólo un día para compañías que hayan realizado al menos dos emisiones en los últimos doce meses. Por otro lado, se duplica el monto mínimo de suscripción, ahora equivalente a \$ 20.000.

¿Qué resultados arroja el book building?

Más allá del alto grado de popularidad que goza, vale la pena remitirse a casos de éxito y fracaso para entender el contexto bajo el cual el sistema arroja resultados aceptables. Algunos artículos académicos sugieren que esta metodología se torna especialmente útil en aquellos casos donde la valuación de los activos ofrecidos resulta desafiante. Por ello, en su opinión resulta de mayor aplicación en mercados con emisores pequeños y heterogéneos, como así también para grandes compañías con negocios complejos. Esta sería la explicación por qué algunos países de Asia aplicaron la formación de libro en casi la totalidad de las transacciones tan pronto como la herramienta fue legislada. Contrariamente, el sistema agrega menos valor en el caso de emisores con negocios fácilmente valuables con información pública⁵. Este puede haber sido uno de los argumentos por los cuales Google decidió colocar sus acciones a través de una subasta.

Sin perjuicio de ello, el book building presenta algunas debilidades producto del alto grado de influencia de los esfuerzos de colocación en la determinación del precio. Por ejemplo, en el año 2012 las acciones de Facebook perdieron 11% de su valor en el segundo día de cotización en el NASDAQ y requirieron más de un año para alcanzar una cotización equivalente al precio de corte. Análisis ex-post sugieren que el precio determinado a través del book building se encontraba sobrevaluado producto del fuerte impulso comercial de los colocadores, quienes incluso estuvieron sujetos a acciones legales.

Figura 25 Cotización de Facebook en NASDAQ



Fuente. Thomson Reuters

⁵ Kutsuna, Kenji, and Richard Smith. "Why does book building drive out auction methods of IPO issuance? Evidence from Japan." *Review of Financial Studies* 17, no. 4 (2004): 1129-1166.

Resumen ejecutivo

La CNV a través de su RG662 rehabilitó el sistema de formación de libro (book building). La nueva metodología presenta dos diferencias fundamentales respecto de la subasta o licitación: a) los colocadores construyen una curva de demanda conocida por la emisora al momento de decidir el corte y el monto de la adjudicación, b) la emisora puede prever ciertas pautas de exclusión objetivas para proteger sus intereses.

El sistema goza de gran popularidad internacional. Se torna especialmente útil en aquellos casos donde la valuación de los activos ofrecidos resulta desafiante, como ser compañías pequeñas, heterogéneas o grandes empresas con negocios complejos. De todas formas, también presenta debilidades, pues el precio formado está influenciado por el esfuerzo comercial de los colocadores.



Contactos

Para mayor información sobre la Newsletter o sobre cómo First Corporate Finance Advisors S.A. puede asesorar a su empresa, por favor contáctenos:

Miguel Angel Arrigoni

miguel.arrigoni@firstcfa.com

(54-11) 5129-2030

Daniel Zubillaga

daniel.zubillaga@firstcfa.com

(54-11) 5129-2031

Ignacio Lobo

ignacio.lobo@firstcfa.com

(54-11) 5129-2083

Juan Manuel Palavecino

juan.palavecino@firstcfa.com

(54-11) 5129-2040

Juan Tripier

juan.tripier@firstcfa.com

(54-11) 5129-2038

Lucas Blanco

lucas.blanco@firstcfa.com

(54-11) 5129-2066