

ARGENTINA
Informe Especial**Fideicomisos Préstamos de Consumo: Un análisis de su evolución****Analistas**Mauro Chiarini
mauro.chiarini@fitchratings.comEduardo D'Orazio
eduardo.dorazio@fitchratings.comCintia Defranceschi
cintia.defranceschi@fitchratings.comVerónica Saló
veronica.salo@fitchratings.comEmiliano Bravo
emiliano.bravo@fitchratings.comGustavo Avila
gustavo.avila@fitchratings.comBuenos Aires,
+ 54 11 5235 8100**Informes relacionados**

- “Metodología de calificación de préstamos de consumo y prendarios” del 20.04.2006.
- “Criterio para el análisis de Originador – Administrador de finanzas estructuradas” del 16.05.2007.

Disponibles en nuestra página web

▪ Introducción

En los últimos años los fideicomisos financieros de préstamos de consumo tuvieron un fuerte crecimiento, en parte, impulsado por el auge del consumo y también porque los originadores encontraron en este instrumento un mecanismo de fondeo ágil y fuertemente demandado por los inversores. Estos últimos son ávidos suscriptores de los títulos emitidos como consecuencia del relativamente buen comportamiento que los fideicomisos y este tipo de activo en particular tuvieron durante la crisis 2001-2002. (Ver Anexo).

El objetivo del presente informe es evaluar las cualidades que se observan en los fideicomisos de préstamos de consumo. Se analizarán las características iniciales de la cartera como ser: cuotas pagas al momento de la cesión, cuotas remanentes, tasa interna de retorno de las carteras y el comportamiento de la morosidad.

El análisis se efectuó sobre 194 fideicomisos financieros de préstamos de consumo que Fitch ha calificado durante el período 2003-2007. Los fideicomisos relevados incluyen carteras de préstamos de consumo o dirigidos (aquellos destinados a financiar la adquisición de un bien, por ejemplo electrodomésticos) y de préstamos personales o de efectivo (de libre disponibilidad para el deudor). Se han excluido los fideicomisos de préstamos de consumo cuya cuota mensual se descuenta directamente del haber del deudor debido a que los mismos poseen características y riesgos específicos de dichas operaciones (ver el informe “[Préstamos personales con modalidad de pago mediante código de descuento](#)” del 13.06.2006 disponible en nuestra página web).

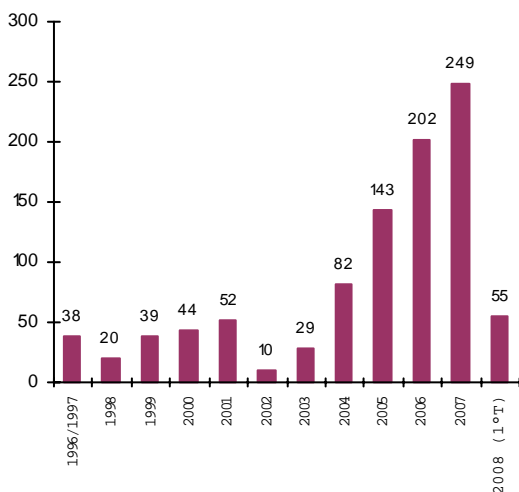
▪ El mercado

El crecimiento de los fideicomisos se dio tanto en los volúmenes emitidos como en la cantidad de fiduciarios. Desde el año 2004, la cantidad de fideicomisos de este tipo de activos representan más de la mitad de operaciones de finanzas estructuradas. También se destaca la mayor participación de nuevos fiduciarios a partir de 2005 con un total de 31.

Durante el año 2007 hubo un total de 47 fiduciarios, de los cuales los principales emisores fueron las cadenas de electrodomésticos como el Grupo Megatone –fideicomisos Confibono, Megabono y Secubono- con \$ 1.394 millones emitidos durante el año, el Grupo Frávega -fideicomisos Consubond y Consubono- con \$ 630 millones y Grupo Garbarino –con los fideicomisos del mismo nombre- con \$ 553 millones.

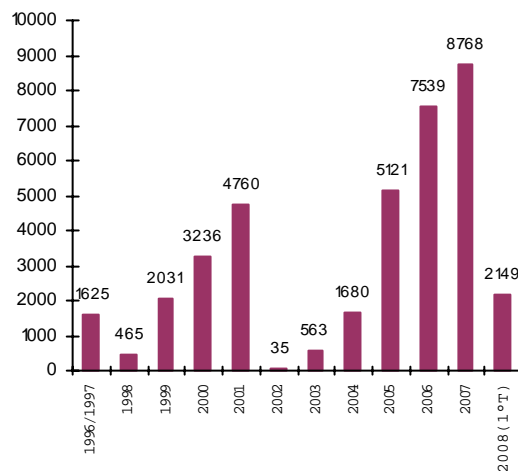
Los gráficos a continuación muestran la evolución de las emisiones de finanzas estructuradas desde sus inicios, donde se observa la forma en que cayeron en el período post crisis 2001/2002 y su posterior recuperación. Un aspecto para resaltar es que en el período 1996-2001 habría una alta participación de las Notas Estructuradas (cerca del 65%) con relación al total de las emisiones. Estas operaciones representaban pass-through directos, relacionadas al sector público. En el período post crisis este porcentaje disminuyó a más de la mitad.

**Cantidad transacciones estructuradas
Total mercado 1996 - 2008**



Fuente: Fitch

**Monto emitido Millones \$
Total mercado 1996 - 2008**



Fuente: Fitch

A continuación se presenta un cuadro que muestra cómo fue creciendo la cantidad de operaciones en los últimos 5 años, no sólo debido a series sucesivas de emisores ya existentes, sino también como resultado del ingreso de nuevos fiduciantes al mercado. Es

especialmente notoria la cantidad de nuevos jugadores (fiduciantes) en lo que respecta a créditos de consumo, especialmente desde el año 2004 en adelante.

Año	Total mercado de finanzas estructuradas				Fideicomisos financieros préstamos de consumo ¹						
	Emisiones		Fiduciantes ³		Monto mill. \$ (b)	Emisiones		Fiduciantes ³			Descuento de haberes ²
Monto mill. \$ (a)	Cantidad (c)	Cantidad	Nuevos	(b/a)		Cantidad (d)	(d/c)	Cantidad	Nuevos		
2003	563	29	15	8	177	31,4%	16	55,2%	9	5	1
2004	1.680	82	36	22	377	22,4%	46	56,1%	16	5	4
2005	5.121	143	54	26	2.060	40,2%	78	54,5%	26	11	13
2006	7.539	202	71	21	3.372	44,7%	108	53,2%	35	9	11
2007	8.768	249	90	20	5.419	61,8%	151	60,6%	47	11	32

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)

¹ No incluye los fideicomisos de tarjetas de crédito.

² Una emisión se consideró con descuento de haberes cuando el o los fiduciantes son titulares del código de descuento y el 100% de los créditos cedidos al fideicomiso se cobra bajo este sistema.

³ Los fiduciantes agrupados bajo una misma emisión se los ha considerado como uno. Un fiduciante para ser considerado nuevo debe ser la primera vez que emite bajo un fideicomiso independiente del tipo de activo.

En líneas generales, la mayoría de estos fideicomisos poseen las siguientes características:

- **Carteras estáticas:** esto quiere decir que no hay nuevas emisiones de créditos luego de la cesión inicial. Los motivos son: i) tener títulos de relativamente corto plazo y que puedan ser emitidos a menores tasas, y ii) que el fideicomiso se encuentre exento del pago del impuesto a las ganancias y créditos y débitos bancarios

(actualmente se encuentra en discusión la eliminación de la misma).

- **Estructuras de pago secuencial:** todos los fondos percibidos de la cobranza de los créditos se destinan al pago de los gastos e impuestos del fideicomiso y luego al título senior. Una vez cancelado éste, los fondos se aplican al título que le sigue en orden de prioridad, y así sucesivamente hasta la liquidación del fideicomiso.

- **Sobrecolateralización:** esto es la relación entre el capital nominal de los créditos cedidos contra el valor nominal de los títulos a emitir. La sobrecolateralización conjuntamente con la estructura de pago sirve para absorber las pérdidas que pudiera tener la cartera de créditos del fideicomiso y constituye una de las principales mejoras crediticias que poseen los títulos.

Cabe aclarar que es común que se mencione en el mercado el armado de estructuras 80/20. Esto significa que el título senior representa el 80% del total de títulos a emitir y el título subordinado el 20% restante. Como consecuencia de que el valor nominal de los títulos a emitir no puede ser mayor que el valor fideicomitado de los activos, es posible inferir que el título senior tendría un 20% de sobrecolateralización. Sin embargo, existen operaciones en las cuales los activos son cedidos a una tasa de descuento distinta a la tasa interna de retorno (TIR) de la cartera. En el caso de que la tasa de descuento sea menor a la TIR de la cartera, existirá una capitalización de intereses por lo que la sobrecolateralización real será menor. Por el contrario, si la tasa de descuento es mayor que la TIR de la cartera, se genera el efecto inverso, la sobrecolateralización real será mayor. Por lo tanto, dos operaciones con -a priori- igual sobrecolateralización en términos nominales no necesariamente tendrían el mismo nivel de aforo en términos reales.

En las operaciones que se emiten a descuento es fundamental analizar y medir la magnitud de las precancelaciones que pueda tener la cartera, dado que los prepagos no sólo impactan como una pérdida de intereses a devengar sino que también son una pérdida sobre los intereses capitalizados.

Por otra parte, los niveles de subordinación se determinan en función de los niveles de morosidad, prepagos y rendimiento de las carteras, como también por la calidad del administrador. Es por esto que no se debe generalizar e inferir que todas las estructuras, incluyendo distintas emisiones de un mismo fiduciante, contarán con una sobrecolateralización del 20%.

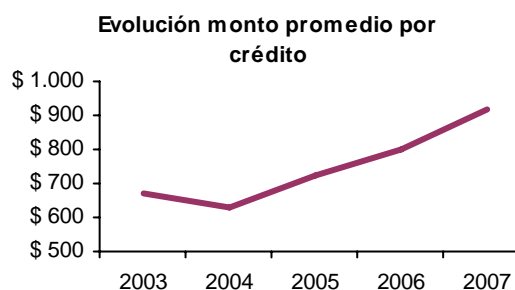
- **Diferencial de tasas:** es la diferencia entre la tasa interna de retorno de los activos y el interés a pagar a los títulos emitidos. El diferencial de tasas sirve como una segunda protección ante las pérdidas que pudiera tener la cartera de créditos del fideicomiso. Se debe destacar que todas las operaciones poseen un diferencial de tasas positivo. Si bien en algunas operaciones existe un descalce de tasas –los créditos

devengan tasa fija mientras los títulos una tasa variable- el diferencial continua siendo positivo.

- **Fondos líquidos:** todos los fideicomisos poseen fondos líquidos reservados para ser utilizados en caso de que exista algún inconveniente operativo con la transferencia de las cobranzas o ante un incumplimiento del administrador de los créditos. El monto requerido para constituir este fondo puede variar dependiendo de la calidad del administrador de los créditos y de los riesgos de transferencia propios de cada negocio. Estos fondos constituyen una mejora crediticia adicional de la estructura pero en ningún caso debería reemplazar niveles de subordinación.
- **Pagos estimados:** si bien los títulos emitidos poseen un cronograma de pago, el monto a pagar en cada fecha no está predeterminado. El importe a abonar en cada fecha de pago depende de las cobranzas de la cartera fideicomitada que se encuentra afectada por el nivel de mora, precancelaciones y ratio de cobranzas.

▪ **Análisis**

El fuerte crecimiento de los fideicomisos de préstamos de consumo ocurrió tanto en los montos emitidos como en la cantidad de emisiones. La misma tendencia se observa respecto del monto promedio por emisión -de \$ 15,8 millones en 2003 a \$ 49,2 millones en 2007- que resulta en un crecimiento anual del 32,8%. Esta variación se explica en un 71,9% por el aumento en la cantidad promedio de préstamos que se ceden al fideicomiso y el 28,1% restante por un incremento del monto promedio de cada crédito.



Fuente: Fitch

Se debe destacar que la cantidad de préstamos que se ceden a los fideicomisos garantizan un adecuado nivel de atomización de los créditos por lo que no se observan concentraciones de deudores.

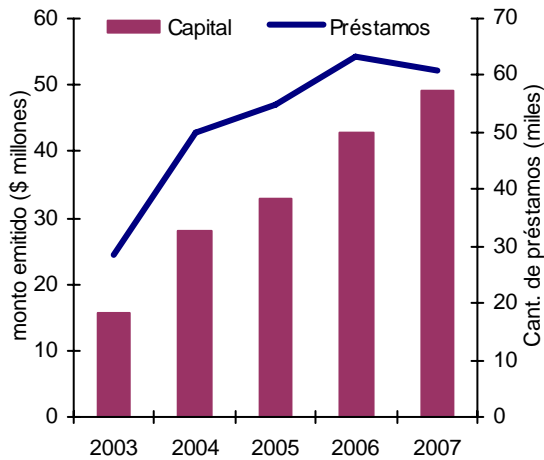
La tasa interna de retorno (TIR) de las carteras cedidas tuvo su mínimo durante 2004 y luego fue creciendo a los niveles actuales. Si bien hubo poca variación anual entre las TIR de las carteras, se observa que el desvío estándar tiene tres períodos bien marcados.

1. Durante 2003-2004, el desvío se da por un menor número de operaciones y por una mayor amplitud en la tasa que cobraban los originadores.
2. En los años 2005 y 2006, la tasa entre los distintos fiduciarios se mantuvo estable.
3. A partir de 2007 se observan dos efectos, el ingreso de nuevos originadores con tasas más altas o más bajas al promedio y el incremento en la tasa de los originadores respecto de años anteriores.

La duración promedio se fue alargando porque los originadores ofrecían financiaciones a mayor plazo y

de elegibilidad de los créditos a ceder que los mismos posean una cuota paga al momento de cesión, a los efectos de eliminar los deudores fraudulentos, y ii) la frecuencia de emisión de un fiduciario depende del ritmo de originación y el tiempo necesario para lograr un volumen de emisión que sea eficiente. Generalmente, el mismo fiduciario emite cada 2 o 3 meses, aunque en el último tiempo existen fiduciarios que emiten en forma mensual producto del crecimiento del consumo y de la necesidad de mayor financiación del sector.

Monto de emisión y cantidad de préstamos por fideicomisos
promedio ponderado por capital



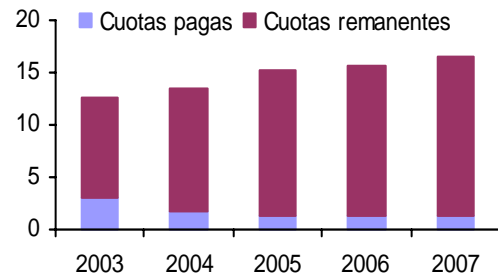
Fuente: Fitch

los deudores se encontraban dispuestos a endeudarse en dichas condiciones. En el año 2004 el plazo promedio era de 12,6 meses, mientras que en 2007 era de 16,41 meses.

En cuanto al tiempo que transcurre entre la originación de los créditos y la cesión al fideicomiso, éste se mantiene relativamente estable desde el año 2005, en 1,25 meses. Esto quiere decir que una gran parte de los créditos entran al fideicomiso con al menos una cuota paga.

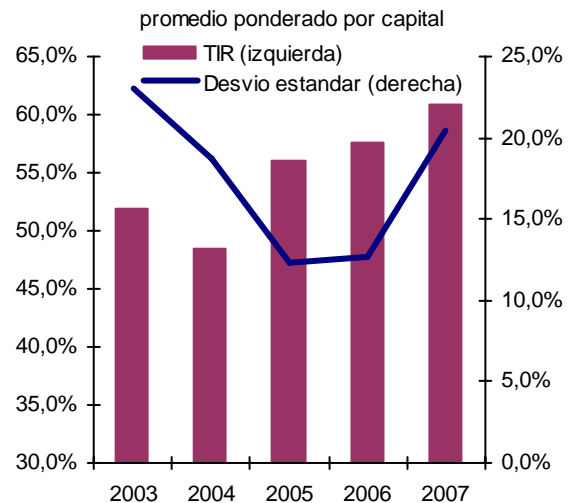
No es de esperar que este indicador vaya a disminuir ya que: i) muchos fideicomisos poseen como criterio

Plazo promedio y cuotas pagas



Fuente: Fitch

Tasa Interna de Retorno de la carteras cedidas
promedio ponderado por capital



Fuente: Fitch

Por último, se realizó un análisis del tipo estático (vintage) sobre la evolución de las carteras con atrasos mayores a los 90 días de los fideicomisos. Este análisis implica observar la evolución de una cartera específica de créditos según su nivel de incumplimiento con relación a una determinada fecha. En este caso se estipuló la fecha de corte. En el gráfico de la pág. 5 se puede observar las curvas

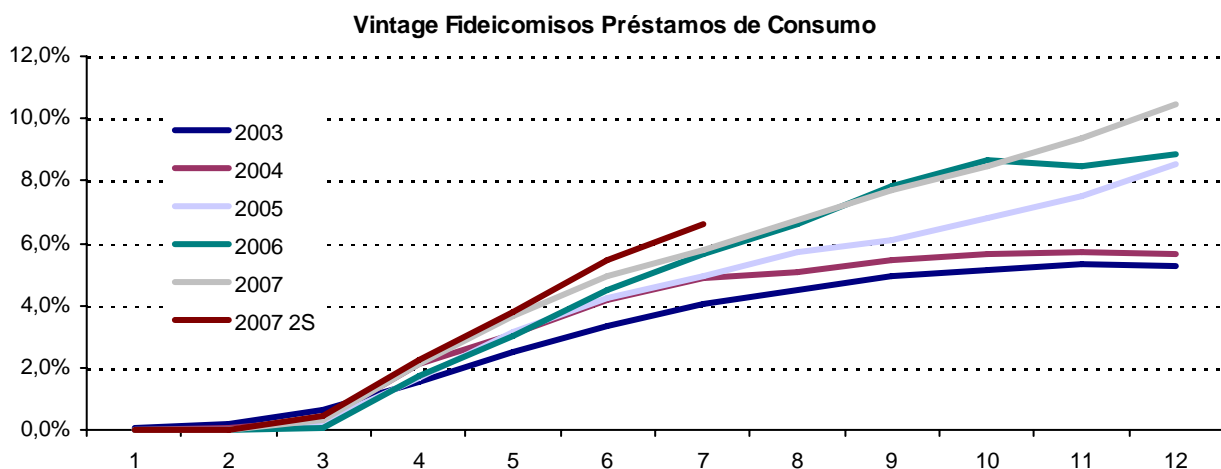
construidas a partir de los datos recolectados. El eje de las abscisas representa los meses transcurridos desde la fecha de corte y el eje de las ordenadas corresponde a la mora.

Como se puede observar existe un crecimiento en los niveles de morosidad. Excluyendo los años 2003 y 2004 donde se observan curvas muy bajas, la morosidad desde 2005 a la fecha está convergiendo a valores históricos. Fitch estima que se continuará observando un deterioro de las carteras producto del efecto conjunto del mayor endeudamiento por individuo y la erosión del ingreso de los deudores por efecto de la inflación.

Bajo las condiciones actuales se estima que la mora de las carteras se estarían situando alrededor del 11% de la cartera original como lo estaría indicando la curva del segundo semestre de 2007 (2007 2S). En

caso de que las condiciones económicas empeoren, es de esperar un porcentaje más elevado.

Sin embargo, la evolución particular de la mora en cada uno de los originadores, incluyendo la velocidad del deterioro, dependerá del mercado al que financia, de sus políticas de originación y de cobranzas, y de su sistema de control y seguimiento de la mora. Es por ello que distintos emisores debieron ajustar las estructuras de los títulos, principalmente niveles de sobrecolateralización, a los efectos de mantener la calidad crediticia de los mismos. Fitch estima que estos ajustes continuarán en el futuro aunque es difícil estimar el nivel de ajuste que deberá hacer cada emisor debido a que es analizado caso por caso, y depende, como se ha mencionado, de la calidad del originador, del administrador y de la evolución de la mora de la cartera.



Fuente: Fitch

▪ **Anexo**

Mucho se ha hablado respecto del comportamiento de los fideicomisos en la crisis. En general, se puede concluir que con relación a las obligaciones directas de corporaciones, entidades financieras o del sector público, los financiamientos estructurados tuvieron un mejor comportamiento.

Considerando el particular contexto en el cual se dio la crisis de 2001, se concluye también que las operaciones con activos existentes se desarrollan mejor en los mercados locales.

A modo de ejemplo y específicamente relacionado al tópico de este informe especial, se presenta a continuación un cuadro que refleja el comportamiento de algunos fideicomisos de consumo vigentes en durante 2001-2002, que fueron directamente impactados por la crisis, y que sin embargo pudieron repagar los instrumentos que se habían emitido (más allá de la pesificación que sufrieron las transacciones nominadas en dólares).

Nombre Fideicomiso	Montos Emitidos	Fecha Emisión	Tipo de Estructura	Subordinación de capital a la emisión	Spread Bruto	Mora (> 90 días) a dic. 2002	% Amortización a dic. 02 (*)	Mora Caso Base	Pérdida estresada
Consubond Serie XIV	\$ 16.493.000	Ago'01	Secuencial	20,0%	20%	12,5%	98,7%	7,0%	28,0%
CP Clase A	\$ 13.194.400		80,0%				100% (jun 02)		
CP Clase B	\$ 2.473.950		15,0%				100,0%		
CP Clase C	\$ 824.650		5,0%				98,7%		
Consubond Serie XV	USD 15.082.000	Oct'01	Secuencial	25,0%	16%	13,3%	99,1%	8,0%	32,0%
CP Clase A	USD 11.311.500		75,0%				100% (jul 02)		
CP Clase B	USD 3.016.400		20,0%				100,0%		
CP Clase C	USD 754.100		5,0%				99,1%		
Consubond Serie XVI	\$ 5.014.000	Oct'01	Secuencial	25,0%	27%	14,4%	98,2%	8,0%	32,0%
CP Clase A	\$ 3.760.500		75,0%				100% (ago 02)		
CP Clase B	\$ 1.002.800		20,0%				100,0%		
CP Clase C	\$ 250.700		5,0%				98,2%		
Consubond Serie XVII	USD 23.100.000	Dec'01	Secuencial	25,0%	20%	17,6%	89,3%	10,0%	40,0%
CP Clase A	USD 17.325.000		75,0%				100% (dic 02)		
CP Clase B	USD 4.620.000		20,0%				100,0%		
CP Clase C	USD 1.155.000		5,0%				89,3%		

(*) CPA Consubond XIV cancelaron en Jul'02
 CPA Consubond XV cancelaron en Jul'02
 CPA Consubond XVI cancelaron en Ago'02
 CPA Consubond XVII cancelaron en Dic'02

Esto se debió a que si bien las pérdidas de la cartera medidas un año después de que estallara la crisis se incrementaron sensiblemente, tal como se muestra en la columna de Mora > 90 días a dic. 2002, superando el nivel inicialmente previsto (Mora Caso Base), la protección con que contaban los instrumentos emitidos (subordinación de capital y exceso de spread, entre otras) logró mitigar adecuadamente el impacto adverso, protegiendo a los inversores de títulos seniors (CPA y CPB).

Copyright © 2008 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Se prohíbe la reproducción total o parcial excepto con consentimiento. Derechos reservados. Toda información contenida en el presente informe se basa en información obtenida de los emisores, otros obligacionistas, underwriters, u otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita ni verifica la veracidad o exactitud de tal información. En consecuencia, la información volcada en este informe se provee como fue recibida, sin representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión de la calidad crediticia de un título. La calificación no releva el riesgo de pérdidas generadas por otros riesgos que no sean crediticios, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe que contenga una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes con relación a la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a discreción de Fitch. Fitch no otorga asesoramiento respecto de inversiones de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación de compra, venta o tenencia de ningún título. Fitch recibe honorarios de los emisores, aseguradores, garantes, otros obligacionistas y underwriters, por la calificación de los títulos. Dichos honorarios generalmente varían desde US\$ 1.000 hasta US\$ 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por un sólo honorario anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre US\$ 10.000 y US\$ 1.500.000 (u otras monedas aplicables). El otorgamiento, publicación o dissemination de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en relación con ningún tipo de registración ante las autoridades del mercado de valores de los Estados Unidos, el Financial Services Act de 1968 de Gran Bretaña, o las leyes que regulan el mercado de valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de los medios electrónicos de publicación y distribución, los informes de Fitch pueden estar disponibles a suscriptores electrónicos hasta tres días antes que para los suscriptores de información impresa.