

Informe Especial  
Argentina

**Préstamos personales con modalidad de pago mediante código de descuento.**

**Analistas**

**Buenos Aires**

Eduardo D'Orazio  
+54 11 5235 8145  
[eduardo.dorazio@fitchratings.com](mailto:eduardo.dorazio@fitchratings.com)

Verónica Saló  
+54 115235 8144  
[veronica.salo@fitchratings.com](mailto:veronica.salo@fitchratings.com)

**Informes Relacionados:**

- Metodología de calificación para préstamos de consumo y prendarios.
- Calificación de Originador-Administrador en finanzas estructuradas en el mercado argentino.

Disponibles en [www.fitchratings.com.ar](http://www.fitchratings.com.ar).

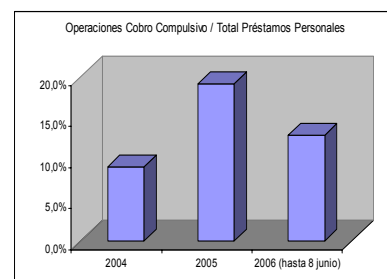
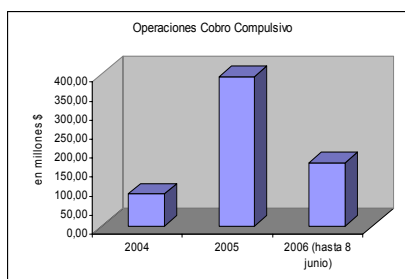
**Marco Legal:**

- Ley 24.441 y normas complementarios (Ley de Fideicomiso)
- Resolución ANSeS 230/99 y complementarias.
- PEN Decreto 691/00.

**■ Introducción.**

La popularidad lograda en los últimos años por los fideicomisos, implicó tanto la ampliación de la variedad de activos involucrados en las estructuras, como el ingreso de nuevos emisores, buscando alternativas de financiación para sus negocios. Entre ellos, se encuentran las mutuales y cooperativas, muchas de las cuales ofrecen servicios financieros, entre otros, y que debido a los mayores niveles de originación, han recurrido a la securitización de su cartera de préstamos personales como una nueva fuente de financiación. Este segmento de negocio posee ciertas características particulares, en lo que respecta al desempeño de su cartera –en general muestran una muy baja incobrabilidad debido al mecanismo de repago de los créditos-, y al marco legal en el cual operan las entidades.

Los créditos subyacentes de estas transacciones son préstamos a personas físicas –ya sea personal en relación de dependencia o pasivos-, otorgados por las mutuales o cooperativas (entidades intermedias), que tienen acuerdos firmados con reparticiones públicas (nacionales, provinciales y/o municipales) o entes empleadores o pagadores. Estos acuerdos permiten efectuar descuentos sobre los haberes de los deudores bajo los préstamos, por ello se denomina préstamos con “código de descuento” (modalidad de cobro compulsivo). Durante el 2005, más del 19% de los montos emitidos en el segmento de créditos de consumo y personales es explicado por créditos con esta modalidad de repago.



El enfoque analítico de Fitch al calificar emisiones de finanzas estructuradas, las cuales en Argentina involucran la figura del fideicomiso, implica el análisis de los distintos tipos de riesgos, con el objetivo de identificar su impacto en la transacción y mitigarlos mediante una adecuada estructuración. Estos riesgos se clasifican como: riesgo de crédito, de estructura, legal y de mercado.

## ■ Préstamos personales con código de descuento

Existen particularidades que hacen a cada tipo de código u organismo dador de los códigos. En el caso de la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSeS) y la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía, el derecho que éstas le otorgan al titular (entidad intermedia), para utilizar el método de cobranza de “código de descuento” es intransferible. En tal sentido, la Resolución 230/99 de ANSeS establece que dicho organismo debe rendir los fondos descontados a la entidad titular del “código de descuento”, impidiendo que los fondos puedan ser rendidos directamente a un tercero. Si por ejemplo, la entidad titular del código, enfrentara un estado de insolvencia manifiesto, pedido de quiebra y/o concurso preventivo o perdiera de la titularidad del código, entre otros, los organismos reguladores seguirían debitando de la cuenta del deudor los pagos mensuales bajo los préstamos hasta agotar los saldos pendientes, pero no existe certeza respecto del redireccionamiento de los fondos.

Si bien lo expuesto anteriormente no implica afirmar que la eventual interrupción de los fondos no pueda regularizarse con la correspondiente acreditación de la cesión de los créditos, la falta de normativa específica al respecto impide afirmar el plazo y la forma a través de la cual se normalizaría dicha situación. En ciertos casos, esta incertidumbre se podría mitigar mediante un stress adicional al flujo de fondos, determinando en consecuencia un mayor grado de sobrecolateralización, y/o una mayor reserva para mitigar el riesgo de atraso en el caso de ser necesario el redireccionamiento de los fondos.

En el caso específico de que el agente de retención se encuentre bajo el ámbito de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía, no surge explícitamente el impedimento de rendir los fondos a un tercero, pudiéndose convenir con cada agente, previa notificación de la cesión, la transferencia de los fondos al fiduciario. No obstante, en las transacciones calificadas por Fitch Argentina si bien los agentes de retención se encuentran notificados de la cesión, el flujo de las cobranzas de los créditos es remesado directamente al titular del código de descuento, no habiéndose puesto en práctica la transferencia de los fondos al cesionario. Esta situación se suele mitigar mediante reservas o niveles de sobrecolateralización que generen una cobertura adecuada ante atrasos en la transferencia de fondos.

En el análisis de emisiones estructuradas que realiza Fitch Argentina se ponderan todos los riesgos involucrados en la transacción, los cuales se pueden agrupar en: riesgo de crédito, de estructura, legal y de mercado.

## ■ Riesgo Crediticio

Para operaciones cuyos activos subyacentes son préstamos con “código de descuento”, la evaluación del riesgo crediticio abarca el análisis general de la cartera total de préstamos de la entidad originante, el análisis particular de la cartera cedida, las mejoras crediticias de la transacción y la calidad del Agente de Cobro y titular del código de descuento. También se evalúa el fiduciante en el caso de que éste sea una entidad distinta del agente de cobro. Fitch Argentina entiende que dicho análisis es importante en la medida que puede agregar un riesgo a la operación o inclusive hacerla inviable, dada la imposibilidad legal de transferir el código.

## ■ Riesgo de Estructura

Uno de los aspectos considerados bajo riesgo de estructura es el flujo de fondos en la transacción y los riesgos involucrados en cada etapa de la cobranza de los activos subyacentes. En el caso de los fondos retenidos y pagados por ANSeS se destaca que la normativa vigente estipula que los mismos se deben acreditar en una cuenta a nombre del titular del “código de descuento”, sin importar si se encuentran fideicomitados o no. Con el fin de minimizar este riesgo, la totalidad de los fondos podrían acreditarse en una cuenta recaudadora, cuyo titular sea el Fiduciante pero operada exclusivamente por el Fiduciario; y posteriormente transferirse los fondos fideicomitados en la cuenta fiduciaria para el repago a los títulos.

No obstante dado que la exclusividad de operar la cuenta recaudadora por parte del Fiduciario, puede ser revocada por el Fiduciante en cualquier momento, Fitch Argentina asigna importancia al análisis del Fiduciante. Los analistas de Fitch harán una evaluación de la capacidad crediticia y operativa del fiduciante en su calidad de titular del código de descuento y administrador de los créditos fideicomitados.

## ■ Riesgo Legal

Respecto al riesgo legal, se enfatiza el análisis de la transferencia de los activos al dominio fiduciario, constituyendo un patrimonio separado del patrimonio del Fiduciario y del Fiduciante, quedando dichos activos exentos de la acción singular o colectiva de sus acreedores. En este tipo de operaciones la transferencia de los activos queda perfeccionada mediante pagarés, siendo su endoso el procedimiento legal aplicable a dichos fines. En el caso de las operaciones que nos ocupa, si bien no existe duda respecto de la transferencia de los créditos, existe incertidumbre en relación a la forma en que se vería afectada la modalidad de repago de los mismos – es decir el código de descuento – dado que la misma es el sustento de la baja incobrabilidad observada en este tipo de préstamos. Dada la condición de intransferibilidad del

código de descuento persisten dudas ante la ocurrencia de eventos de estrés del titular del mismo, lo cual también se considera al determinar el nivel de estrés del flujo de fondos y la sobrecolateralización necesaria, para un determinado nivel de calificación.

## ■ Riesgo de Mercado

Si bien Fitch Argentina no emite opinión acerca del riesgo de mercado de los títulos valores calificados, el mismo puede generar un riesgo crediticio. Así por ejemplo, el impacto que un deterioro de las condiciones macroeconómicas tendría sobre la capacidad de repago de los deudores es debidamente considerado y reflejado en los niveles de estrés aplicados.

En ésta línea, Fitch Argentina ha considerado relevante el análisis del desempeño de los agentes de retención y pago, y su impacto en este tipo de créditos, durante la crisis 2001/2002. Esto es considerado al analizar la estructura, de modo de mensurar el grado de protección necesario para que la calidad crediticia no pueda verse afectada ante este tipo de riesgos.

## ■ Instrumentos emitidos sobre intereses

Cuando los instrumentos se emiten por un monto superior al monto de capital de los créditos subyacentes, y el exceso de intereses entre la tasa generada por la cartera y la tasa promedio ponderada de los instrumentos financia parte o toda la emisión, se dice que la transacción tiene patrimonio neto negativo (Negative Over collateralization). Fitch Argentina analiza caso a caso el posible nivel de calificación a alcanzar para cada instrumento, considerando factores tales como: tipo de activo subyacente y modalidad de repago (cobro voluntario o compulsivo), nivel de la tasa de interés de los activos, calidad del administrador (servicer), duración de los instrumentos objeto de calificación y período en el cual subsiste el patrimonio neto

negativo. El hecho de que la entidad “adelante” todo o parte de los intereses futuros, podría pesar negativamente, en el caso de administradores más débiles y operaciones más extensas en el tiempo.

Es de suma importancia analizar el funcionamiento de los prepagos y su impacto sobre los intereses futuros, dado que existen casos donde la cancelación anticipada se realiza sobre el monto total de la operación (capital e interés) y no sobre el saldo de deuda. Así, el impacto de los prepagos no implicaría una reducción en el flujo futuro de intereses sino un adelantamiento de fondos.

Contrariamente, cuando el prepago es exclusivamente sobre el saldo remanente de la deuda, se está afectando negativamente el nivel de sobrecolateralización brindado por el spread de tasas (diferencia entre la tasa devengada por los activos cedidos y la tasa de los instrumentos emitidos bajo el fideicomiso).

El nivel de prepago de una cartera de préstamos puede verse afectado por la política comercial de la entidad que origina y administra la misma. Una promoción de la renovación de los créditos, cancelando el crédito vigente, evidenciaría una cartera con altos niveles de prepagos no genuinos. De la misma forma, ésta política podría implementarse ante una mayor competencia en el mercado, modificando las condiciones originales de los créditos y manteniendo a los deudores cautivos.

Si bien en todas las transacciones esta es una de las variables que se analiza (dado su impacto negativo sobre el exceso de spread que pueda tener la operación), para el caso de las operaciones con patrimonio neto negativo su análisis cobra mayor relevancia. En determinados niveles, los prepagos pueden constituir no sólo pérdida de intereses en exceso para los instrumentos, sino pérdidas directas de capital para aquellos instrumentos emitidos sobre intereses.

Copyright © 2006 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 diseminación 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.