

Argentina
Informe Especial

Securitizaciones de Préstamos de Consumo en Argentina: Continúan con vida

Analistas

Mauro Chiarini
+54 11 5235-8140
mauro.chiarini@fitchratings.com

Eduardo D'Orazio
+54 11 5235-8145
eduardo.dorazio@fitchratings.com

Cintia Defranceschi
+54 11 5235-8143
cintia.defranceschi@fitchratings.com

Verónica Saló
+54 11 5235-8144
veronica.salo@fitchratings.com

Emiliano Bravo
+54 11 5235-8146
emiliano.bravo@fitchratings.com

Gustavo Avila
+54 11 5235-8142
gustavo.avila@fitchratings.com

Maria Lucila Barbeito
+54 11 5235-8147
maria.barbeito@fitchratings.com

Greg Kabance
+1 312 368-2052
greg.kabance@fitchratings.com

Informes Relacionados

Rating Criteria for Consumer ABS in Latin America, 17 de Diciembre de 2008.

Losses in Argentine Consumer Securitizations: Normal Increase or Dramatic Deterioration? 22 de Julio de 2008.

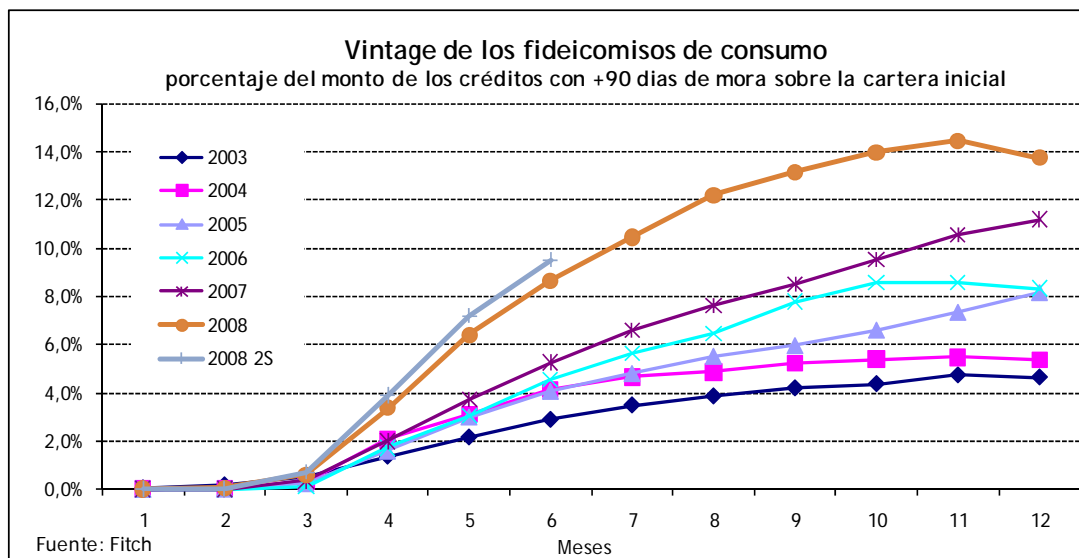
Criterio Para el Análisis de Originador — Administrador de Finanzas Estructuradas, 16 de Mayo de 2007.

Consumer and Small Secured Loans Methodology, 20 de abril de 2006.

Resumen Ejecutivo

Las securitizaciones de préstamos de consumo continuaron su expansión en 2008 llegando a un 65% del total emitido en el mercado de finanzas estructuras de Argentina. Sin embargo, durante el último trimestre del año y a comienzos de 2009, varios eventos impactaron el mercado que alteraron la demanda de fideicomisos y cambiaron la forma en que son estructurados. Adicionalmente, el deterioro económico afectó las carteras de créditos no solo por mayores pérdidas sino también por el incremento del riesgo operativo del fiduciante/administrador. Este informe describe un mercado en evolución que encara activamente los desafíos en un esfuerzo por mantener la estabilidad.

- De los eventos y las nuevas regulaciones que afectan las securitizaciones locales, la nacionalización de los fondos de pensión privados (AFJP) tuvo por lejos el mayor efecto en el mercado. Previa a la nacionalización de los fondos de pensión por parte de la ANSeS (Administración Nacional de la Seguridad Social), las AFJP absorbían alrededor del 30% del total emitido en el mercado local de finanzas estructuradas. La política de inversión de la ANSeS posee volúmenes de securitización de préstamos de consumo en valores comparativamente insignificantes lo que ha forzado a los originadores a reinventar sus políticas de fondeo en busca de capital.
- Como consecuencia del retroceso económico, los niveles de incobrabilidad llegaron al 14% en 2008 desde 8%-10% en 2005-2007. Sin embargo, Fitch nota que la magnitud y la velocidad del deterioro varió significativamente entre los originadores dependiendo de circunstancias específicas de los mercados como así también de las políticas de originación y cobranzas. En muchos casos, para



compensar la mayor incobrabilidad, las emisiones incrementaron los niveles de sobrecolateralización.

- A pesar de las condiciones desafiantes, Fitch no espera un significativo número de bajas en las calificaciones de este tipo de transacciones en Argentina. Las mejoras crediticias se mantienen en niveles importantes para la mayoría de las carteras de préstamos de consumo y las securitizaciones de este tipo de activos tienen un acotado horizonte de riesgo dado el corto plazo de las mismas.
- El incremento de la incobrabilidad y el contexto económico ha hecho que los inversores muestren una preferencia por títulos de corto plazo. Adicionalmente, los inversores son más selectivos, mirando con más detenimiento la historia del originador / administrador y su situación financiera antes de invertir en un determinado instrumento.

Este reporte es una continuación del informe “Losses in Argentine Consumer Securitizations: Normal Increase or Dramatic Deterioration?” publicado el año pasado (22 de Julio de 2008). Se analizará el impacto de los recientes cambios regulatorios y efecto que tuvo el deterioro económico sobre el desempeño de las securitizaciones de préstamos de consumo. La mayoría de estas operaciones son realizadas por entidades no reguladas y están relacionadas a cadenas de venta de electrodomésticos.

Actualmente, hay varios casos específicos en el mercado en donde el fiduciante / administrador se encuentra en dificultades financieras y sus efectos sobre las securitizaciones continúan evolucionando. En los próximos meses a medida que las conclusiones se revelen, Fitch espera publicar un informe de seguimiento analizando lo relevante del riesgo operacional del fiduciante / administrador.

Eventos recientes: Nacionalización de los fondos de pensión y nuevas regulaciones que afectan a las securitizaciones

Durante el último año, varios eventos y regulaciones afectaron el mercado local de securitizaciones siendo la nacionalización de los fondos de pensión privados el que mayores consecuencias tuvo sobre el mercado.

Nacionalización de los fondos de pensión privados: en octubre de 2008, el Gobierno aprobó una ley que disolvía todos los fondos de pensión privados (AFJPs) y transfería los fondos al sistema público de seguridad social ANSeS (Administración Nacional de la Seguridad Social). Al momento de la nacionalización, las AFJPs administraban fondos por un total de AR\$ 100 mil millones (USD 29 mil millones), o 9,5% del PBI, con aportes anuales por un monto de AR\$ 14 mil millones (USD 4 mil millones). Si bien las emisiones estructuradas representaban solo una pequeña porción de la cartera total de inversiones (debido al tamaño relativo del mercado de securitizaciones sobre la cartera total), los fondos de pensión privados generalmente absorbían alrededor el 30% del monto emitido dentro del mercado local de finanzas estructuradas.

Siendo las inversiones de la ANSeS en securtizaciones de préstamos de consumo mínimas, apareció una falta de fondo para este tipo de emisiones. Los originadores se vieron forzados a alterar sus prácticas restringiendo sus políticas de originación, reduciendo el plazo y monto de los préstamos y la de sus respectivas securitizaciones con el objetivo de atrapar la escasa demanda. Aquellas compañías que originaban préstamos bajo dos líneas de negocios -para financiar sus ventas y para uso libre- se vieron forzadas de reducir o en algunos casos cortaron su negocio secundario para preservar el capital de trabajo y focalizarse en su negocio principal. Muchas de estas empresas fondeaban sus necesidades de capital de trabajo mediante programas de securitización. Del lado del organizador / colocador, la estructura de capital se

modificó reduciendo la vida media de los títulos para poder ser una inversión elegible por los fondos money markets y bajando los montos de emisión para facilitar su colocación.

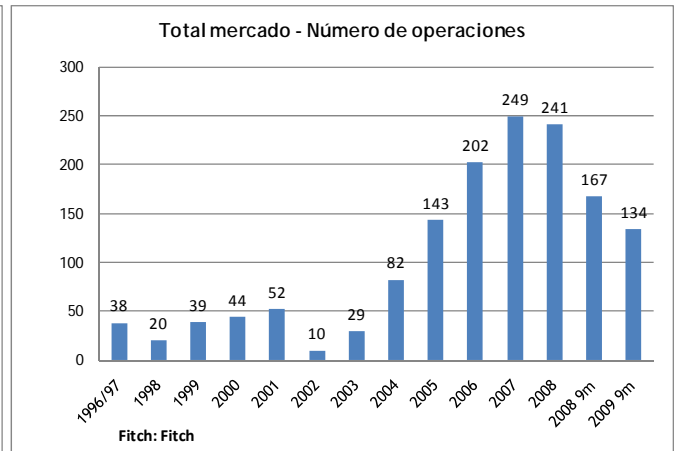
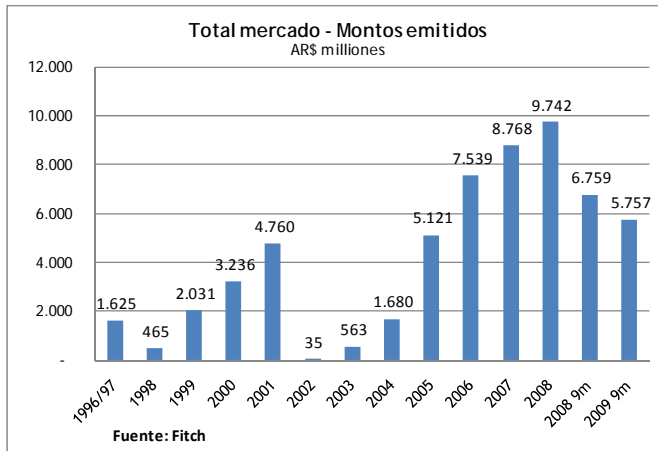
Asimismo, la eliminación de los fondos de pensión privados impactó el ambiente económico que ya se encontraba afectado por la crisis internacional. El Gobierno enfrentó dudas respecto a su capacidad de pago o a la de refinanciar sus deudas con vencimiento próximo. El resultado fue una fuga de divisas, devaluación del peso, pérdida de reservas internacionales y un salto en la tasa de interés de referencia (BADLAR) a una media del 19% en el último trimestre del 2008 frente a un promedio del 13% en los trimestres previos.

Eliminación de exenciones impositivas: en agosto de 2008 el Gobierno emitió un decreto que modificaba el régimen impositivo de algunos fideicomisos. Previo a esta fecha, los fideicomisos que cumplían con determinados requisitos (carteras estáticas, créditos homogéneos, todas las cobranzas eran distribuidas a los beneficiarios y que los títulos hayan sido colocados en oferta pública) se encontraban exentos del Impuesto a las Ganancias y del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF, también conocido como impuesto a los créditos y débitos). Todos los fideicomisos creados después del 1 de agosto de 2008 se encuentran alcanzados por el Impuesto a las Ganancias pero aquellos que cumplen con los requisitos mencionados previamente continúan exentos del ITF.

Como resultado, la mayoría de los originadores cambiaron la forma que estructuraban los fideicomisos por lo que la cesión de los activos en muchos casos se hace a una tasa de interés menor que la rentabilidad de los mismos por lo que los créditos eran adquiridos con una prima. De esta forma, pudieron reducir el ingreso sujeto a impuesto. Adicionalmente, nuevos títulos intermedios fueron creados con el mismo objetivo.

Las implicancias para las securitizaciones fueron: una baja en el diferencial de tasas y de las mejoras crediticias que brindaba. En una menor medida, las transacciones también fueron afectadas por los prepagos debido que en los casos en que los préstamos eran comprados con una prima, el prepagado no sólo afecta los intereses futuros sino que implica una pérdida de los intereses capitalizados.

Regulaciones de los fideicomisos: El ente regulador (CNV - Comisión Nacional de Valores) emitió nuevas regulaciones respecto de la información que debe contener el prospecto, de la custodia de los documentos, de la transferencia de las cobranzas a la cuenta fiduciaria y de la calificación de los fiduciarios. Las nuevas reglas mejoraron la transparencia y en teoría, disminuyeron la dependencia sobre los originadores / emisores / administradores. Bajo estas regulaciones, más información del desempeño pasado de la cartera debe ser incluida en el suplemento de emisión. Adicionalmente, los documentos relacionados con los créditos no puede quedar en manos del fiduciante -de esta forma el fiduciario tiene la capacidad de tomar el control de la cartera de créditos en caso de incumplimiento o en cambio del administrador, siendo la única excepción las entidades financieras bajo el control del Banco Central (la mayoría de los fiduciarios ya tenían el control de los documentos previo a la emisión de la nueva normativa). Finalmente, el administrador debe informar al fiduciario las cobranzas en forma diaria, las que deberán ser depositadas en la cuenta fiduciaria dentro de los 3 días (previo a la modificación, la transferencia se hacía generalmente en forma semanal). Los cambios entraron en efecto el 1 de octubre de 2009, a excepción del informe de las cobranzas cuya obligatoriedad fue prorrogada para el 1 de enero de 2010.



Securitizaciones de préstamos de consumo: una visión del mercado

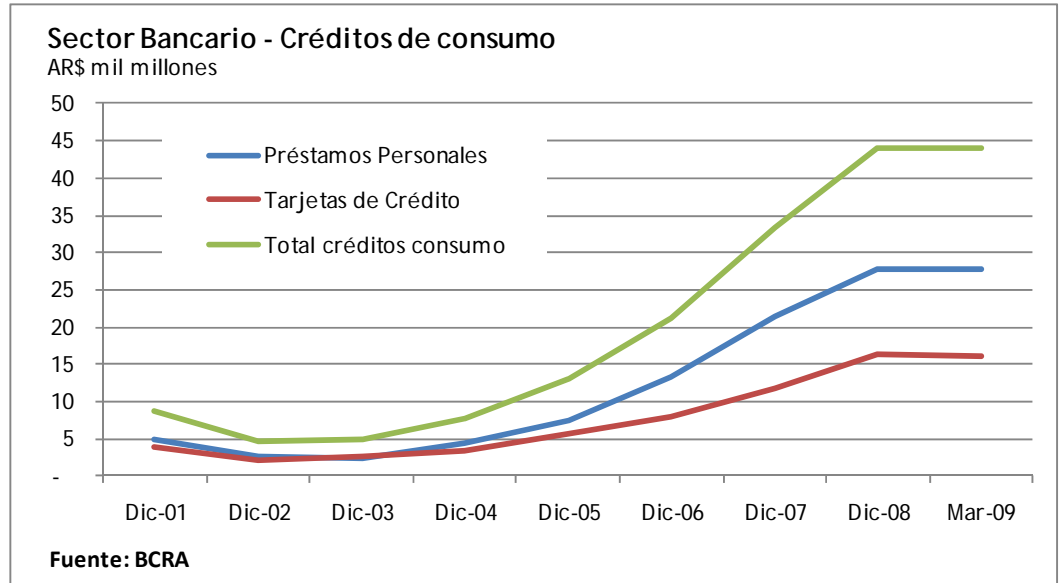
De acuerdo a la tabla en esta página, las securitizaciones de préstamos continuaron con su crecimiento durante el 2008 llegando a representar más del 65% del total emitido en el mercado de finanzas estructuradas de la Argentina. Sin bien en 2008 el mercado total se expandió un 11,2%, las securitizaciones de préstamos de consumo crecieron un 16,6% respecto del año anterior. La tendencia observada en los años anteriores sufrió una reversión durante los últimos tres meses de 2008 cuando la ya debilitada economía de Argentina fue golpeada por la crisis financiera global, a lo que se sumó la nacionalización de los fondos de pensión privados (los inversores institucionales más importantes en el mercado de capitales local) y la eliminación de las exenciones impositivas. El retroceso económico afectó la cartera de créditos no solo por la existencia de mayores pérdidas sino también por el incremento del riesgo operativo en los fiduciantes / administradores.

En los primeros nueve meses de 2008, el total de emisiones del mercado se incrementó en un 25,5%, los préstamos de consumo lo hicieron a una tasa similar (23,5%) frente igual período del ejercicio anterior. Sin embargo, en el último trimestre de 2008, las emisiones del mercado decrecieron un 11,6% contra igual periodo del año anterior mientras que las emisiones de préstamos de consumo continuaron mostrando un crecimiento pero a una menor tasa (3,6%). Esto cambió durante el primer semestre de 2009 cuando las emisiones de préstamos de consumo mostraron una mayor caída

Emisiones de Finanzas Estructuradas de Argentina

Año	Mercado total de finanzas estructurdadas				Securitizaciones de préstamos de consumo ^a							
	Emisiones		Fiduciantes ^b		Emisiones				Fiduciantes ^b			
AR\$ Mill. (a)	Cantidad (c)	Cantidad	Nuevos	AR\$ Mill. (b)	(b/a) (%)	Cantidad (d)	(d/c) (%)	Cantidad	Nuevos	Descuento de haberes(c)		
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	5.460	62,3	151	60,6	47	11	32	
2008	9.742	241	88	20	6.368	65,4	149	61,8	47	9	37	
2009*	5.757	134	65	11	2.718	47,2	86	64,2	35	5	35	

^aExcluye securitizaciones de tarjetas de crédito. ^bLos 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. ^cUna 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. *Nueve meses. Fuente: Fitch en base a información de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA).



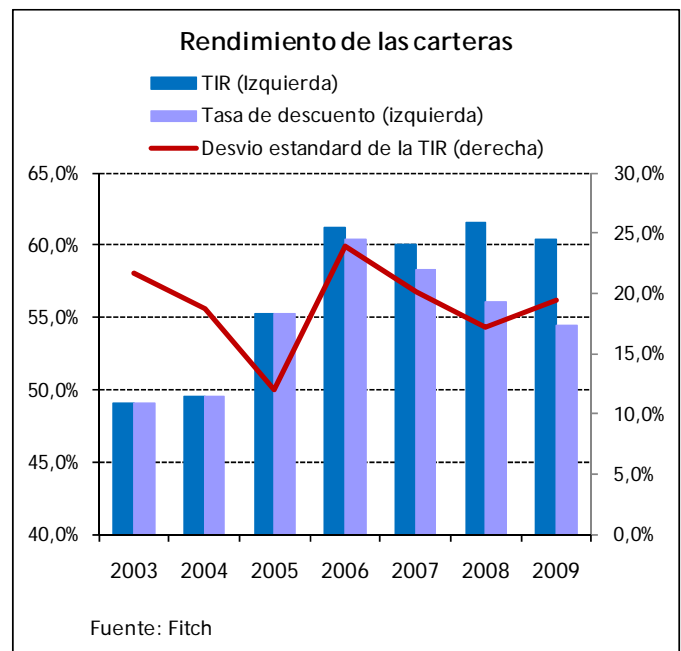
(38,8%) que la del total de mercado (10,1%) como resultado de la incertidumbre creada por Bonesi, una compañía de venta minorista que entró en dificultades financieras y retuvo ilegalmente las cobranzas de los fideicomisos emitidos.

Más recientemente, las originaciones de préstamos de consumo se recuperaron en línea con el crecimiento de las ventas; sin embargo estas últimas se ven perjudicadas por las cuotas y las licencias impuestas a las importaciones.

En los nueve primeros meses de 2009 los más importantes emisores continuaron relacionados con cadenas de venta de electrodomésticos como son el Grupo Megatone - fideicomisos Confibono, Megabono y Secubono-(AR\$629 millones emitidos); Grupo Garbarino -Garbarino- (AR\$423 millones emitidos) y el Grupo Frávega -fideicomisos Consubond y Consubono- (AR\$352 millones emitidos).

Similarmente, los préstamos de consumo bancarios, que representan cerca el 75% del total del mercado de préstamos de consumo de Argentina, tuvo un parate en 2009, siendo solo una pequeña porción de los mismos siendo fondeada mediante securitizaciones. Como se muestra en el gráfico superior, los préstamos de consumo bancarios (incluyendo tarjetas de crédito) muestran la misma tendencia que el mercado no regulado.

El rendimiento promedio de las carteras securitizadas parece haberse estabilizado alrededor del 60%, es



interesante observar que el desvío estándar (DE) de dicho rendimiento ha fluctuado significativamente en los últimos años. Mientras que el incremento durante el 2006 se lo puede atribuir al mayor acceso de los originadores al mercado, la baja en 2007 y 2008 es el resultado de la competencia entre los originadores (que redujo los altos rendimientos) como también los mayores costos de fondeo, morosidad y una mayor proporción de los préstamos para cualquier destino (que aumento los bajos rendimientos). En 2009, el DE nuevamente se amplió debido a que los originadores adoptaron diferentes políticas para capear la crisis y a una baja en la proporción de los préstamos para cualquier uso.

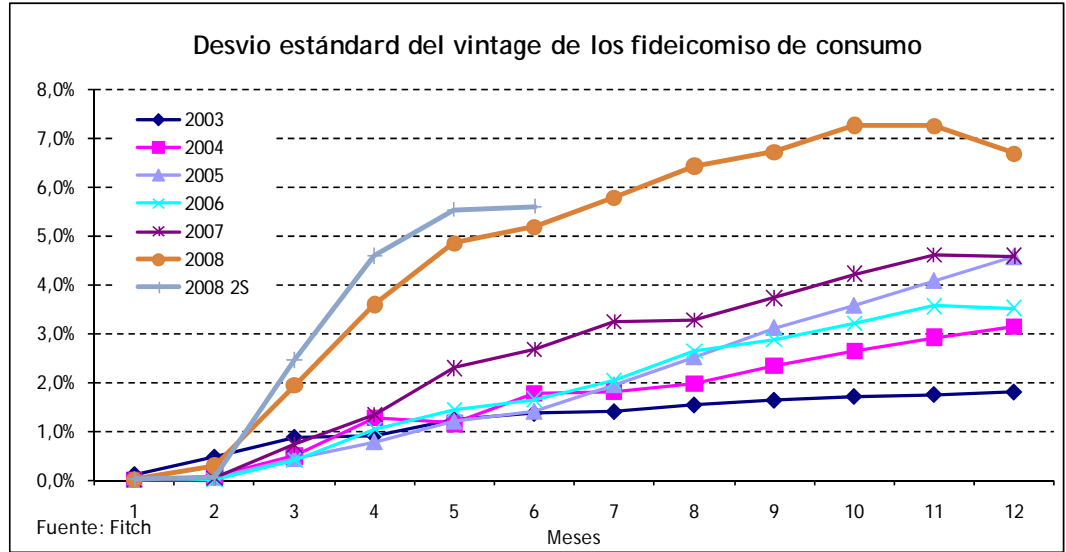
Finalmente, el gráfico ilustra cómo la diferencia entre la tasa de descuento a la cual algunos de estos créditos son adquiridos y el rendimiento de las carteras se ha ampliado luego de la introducción del nuevo régimen impositivo. Fitch cree que el DE del rendimiento de las carteras continuará ampliándose debido a las diferencias observadas en la morosidad de las carteras y en las políticas de originación. Por otro lado, las diferencias entre las tasas de descuento y la tasa interna de retorno de las carteras se espera que baje debido a que las carteras con mayor rendimiento también poseen mayor incobrabilidad que son deducibles impositivamente.

El plazo promedio de los préstamos de consumo bajó a 14 meses desde 17 meses a medida que el incremento de la incobrabilidad llevó a los inversores a mostrar una fuerte preferencia por títulos de corto plazo. Por otro lado, la cantidad de cuotas pagas se mantuvo notablemente estable desde 2004 en alrededor de 1,6 meses. A pesar que los emisores más frecuentes han eliminado el requisito de que los créditos tengan una cuota paga para que el mismo entre en un fideicomiso, existe un intervalo operativo entre que el préstamo es originado y es transferido al fideicomiso que hace que el fideicomiso pueda contar con un poco de antigüedad. Fitch cree que a futuro la cantidad de cuotas pagas se mantendrá estable debido al mencionado intervalo operativo, mientras que el plazo de los préstamos se podría extender nuevamente dada una eventual recuperación económica que llevaría a aumentar la demanda para títulos de mayor plazo.

Finalmente, el costo de fondeo decreció en 2009 dado que la tasa de referencia BADLAR cayó fuertemente a finales de 2008. Adicionalmente, tanto la tasa de interés máxima como mínima bajaron luego de agosto de 2009. Fitch cree que el costo de fondeo podría continuar bajando si las condiciones económicas mejoran y si el Gobierno puede renegociar exitosamente su deuda. Por último, se debe notar que si bien todavía existe demanda para securitizaciones de préstamos de consumo, los inversores se volvieron más selectivos, observando el historial de los fiduciarios / administradores y su situación financiera antes de invertir en un determinado título.

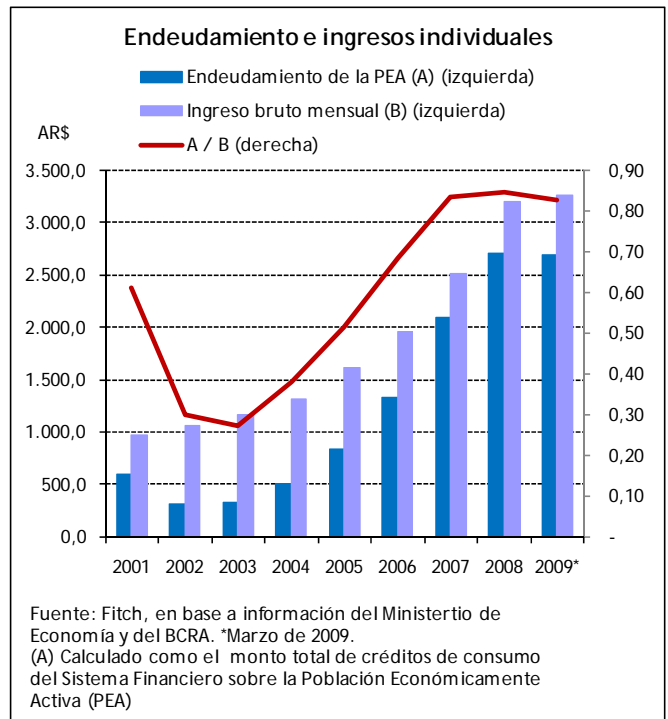
Morosidad e incobrabilidad relacionadas con las securitizaciones

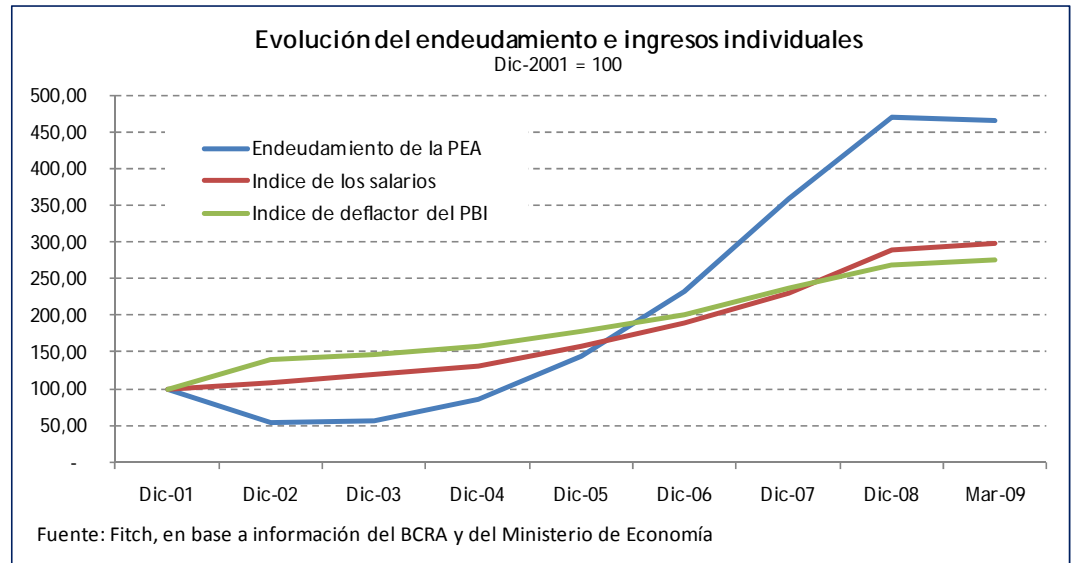
El análisis efectuado en este informe se basa en 285 securitizaciones de préstamos de consumo calificados por Fitch entre 2003 y 2009. La mayor parte de estas emisiones son generadas por entidades financieras no bancarias y están relacionadas con la compra de bienes de uso doméstico. También existen transacciones respaldadas por préstamos personales sin destino determinado o de uso libre. El análisis no incluye emisiones cuyo activo subyacente son préstamos con descuento de haberes debido a que Fitch cree que la naturaleza y el riesgo asociado a este tipo de estructuras es muy diferente (para mayor información vea nuestro informe "Préstamos Personales con Modalidad de Pago Mediante Código de Descuento", publicado el 13 de junio de 2006, disponible en www.fitchratings.com).



En nuestro análisis estático o por capas (vintage) de la incobrabilidad de las mencionadas 285 emisiones calificadas por Fitch, definimos incobrabilidad como un crédito que posee más de 90 días de atraso debido a que la mayor parte de estos créditos no retornan a un estatus de cumplimiento normal. El análisis observa en determinados estadios de la vida de la emisión el total de préstamos con más de 90 días de atraso sobre el capital original.

De acuerdo al gráfico del análisis del vintage de los fideicomisos de préstamos de consumo, los niveles de incobrabilidad fueron progresivamente incrementándose desde 2003. Mientras que el desempeño varió individualmente entre los distintos originadores (como se puede observar por el incremento en el desvío estándar - ver gráfico en esta página), la pérdida general llegó al 14% en 2008 desde menos del 6% en 2003-2004 y del 8%-10% entre 2005 y 2007. Sin bien Fitch estima que los niveles de incobrabilidad se han estabilizado alrededor del 15%, la evolución futura dependerá principalmente en cómo el contexto económico (por ejemplo, inflación, desempleo y los niveles de endeudamiento) afecte la futura capacidad de pago de los deudores. El hecho que los niveles de incobrabilidad varíen entre los originadores indica que el desempeño de los créditos depende fundamentalmente de las políticas de originación y cobranzas individuales, sobre todo ante escenarios estresados. Adicionalmente, estas transacciones generalmente se benefician por tener un alto diferencial

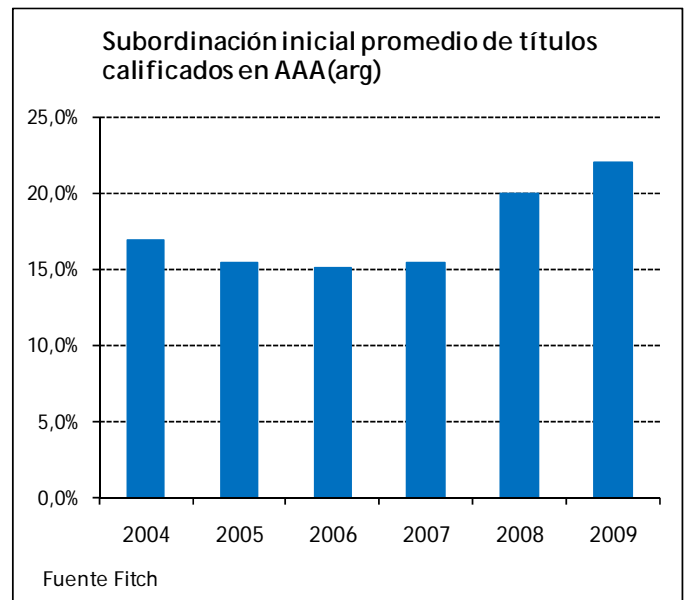




de tasas y estructuras de capital conservadoras. Por último, se debe hacer notar que a medida que la incobrabilidad subió las mejoras crediticias para obtener la misma calificación también se han incrementado.

Mientras el endeudamiento de los consumidores continuó creciendo hasta 2008, se debe notar que la deuda en relación al ingreso mensual se mantiene estable desde diciembre de 2007. Sin embargo, el vintage de 2008 continuó deteriorándose aunque la magnitud de las pérdidas depende en los procedimientos de originación y cobranzas de cada compañía. Políticas más conservadoras que considerar la historia crediticia del deudor, entre otras cosas, generalmente tiende a tener un menor incremento en las pérdidas esperadas bajo un escenario estresado.

Un factor clave para determinar la capacidad de pago de los consumidores es el incremento real de salario. A pesar que los salarios fueron capaces de seguir la inflación (la cual disminuyó debido a la crisis económica), reduciendo la brecha que creada en 2001, el nivel de endeudamiento actual es mayor que el de 2001. Esto resulta que hoy, el deudor promedio tiene un porcentaje mayor de sus ingresos afectados al pago de su deuda que en 2001. En consecuencia, la capacidad de pago futura de un deudor depende largamente en si los salarios son capaces de continuar su ajuste al nivel de inflación. Teniendo en cuenta que la inflación oficial subestima la inflación real y que existe una brecha natural entre la inflación y los salarios, concluimos que este punto continuará siendo una restricción respecto de la solvencia futura de los deudores.



Otro punto fundamental que afecta la solvencia de los deudores es el nivel de desempleo, que se ha incrementado producto de la crisis económica. La tendencia futura del mismo dependerá largamente en la capacidad del Gobierno de utilizar a su favor un ambiente en la economía global más optimista y crear las condiciones positivas para la inversión y creación de empleos.

Matriz de transición de calificaciones

La siguiente matriz de transición muestra la relativa estabilidad del mercado de préstamos de consumo. Representa un portafolio de 428 títulos vigentes a la fecha calificados por Fitch. Del total de títulos vigentes solo una pequeña porción requirió ajustes en su calificación. Por ejemplo de las 102 AAA(arg) originalmente asignadas, solo 6 debieron ser ajustadas a la baja en todos los casos a A(arg). La matriz no incluye las transacciones que fueron originadas desde 2005 y cuyos títulos calificados fueron totalmente amortizados.

ARGENTINA 2005-2009

Cant. de operaciones Calificación inicial	Calificación actual							Total
	AAA(arg)	AA(arg)	A(arg)	BBB(arg)	BB(arg)	B(arg)	CCC(arg)	
AAA(arg)	96		6					102
AA(arg)		51	1	7				59
A(arg)		1	53					54
BBB(arg)				37	6			43
BB(arg)					5			5
B(arg)						31	1	32
CCC(arg)							133	133
Total	96	52	60	44	11	31	134	428

Conclusión

Mientras Fitch continúa con el monitoreo de las transacciones caso a caso, considerando el desempeño total del originador, la agencia no estima que habrá un número significativo de bajas en las calificaciones en el mercado de securitizaciones de préstamos de consumo dado que estas emisiones tienden a ser de corto plazo, poseen una estructura de capital conservadora y las mejoras crediticias continúan siendo significativas para la mayoría de las carteras de préstamos de consumo.

Apéndice – Características de los securitizaciones de préstamos de consumo de Argentina

En términos generales, la mayoría de las securitizaciones continúan teniendo las siguientes características:

Carteras estáticas: significa que no hay nuevas adquisiciones de carteras luego de la inicial. A diferencia de muchos otros mercados globales, Argentina no utiliza estructuras revolving debido a: 1) el corto plazo de los títulos reduce la tasa de interés, y 2) las estructuras estáticas permiten que los fideicomisos continúen exentos del impuesto a los créditos y débitos.

Estructuras totalmente secuenciales: todas las cobranzas de los créditos son aplicadas en primer lugar al pago de los gastos e impuestos del fideicomiso, y luego al pago de los títulos senior. No hay distribuciones a los títulos subordinados hasta la amortización total de los títulos senior. Luego los fondos son aplicados al pago del siguiente título en orden de prioridad hasta la amortización de todos los títulos emitidos.

Sobrecolateralización o subordinación: Es la relación entre el valor nominal de los créditos cedidos y el de los títulos a ser emitidos. El objetivo de la sobrecolateralización, conjuntamente con la estructura de pagos, es que la absorción de cualquier pérdida que la cartera de créditos pueda sufrir y constituye una de las mayores mejoras crediticias de los títulos. Desde el cambio en el régimen impositivo de los fideicomisos en agosto de 2008, la mayoría de los préstamos son vendidos a descuento (la tasa de descuento es menor que el rendimiento de la cartera) para reducir el ingreso sujeto a impuesto. Por lo tanto, es importante analizar la subordinación real (valor nominal de la cartera versus valor nominal de los títulos). También, es esencial analizar y medir la magnitud de las precancelaciones de la cartera debido a que los prepagos no solo significan la pérdida del interés a devengar sino también la pérdida de los intereses capitalizados.

Diferencial de tasas: es la diferencia entre la tasa de rendimiento de la cartera y los gastos e intereses a pagar por los títulos emitidos. El diferencial de tasas actúa como un primer colchón en el evento de cualquier pérdida de la cartera pueda sufrir. Se debe hacer notar que en todas las operaciones el diferencial de tasas es positivo. Muchas de las operaciones posee un descalce de tasas debido a que el rendimiento de la cartera es fijo mientras que los títulos devengan un tasa de interés variable. Sin embargo, la mayoría de las operaciones poseen techos y pisos a las tasas de interés que mitigan esta exposición a las tasas de interés.

Fondos líquidos: la mayoría de las operaciones tienen fondos de liquidez que pueden ser usados en caso de alguna interrupción de las cobranzas, incluyendo el incumplimiento del administrador. Los fondos de liquidez generalmente varían dependiendo los mecanismos de cobranza, la calidad del administrador y las complejidades referidas a la transferencia de la administración.

Pagos estimados: si bien los títulos poseen un cronograma de pagos, la naturaleza secuencial de los mismos hace que los pagos reales sean impredecibles. El monto a pagar depende del total de cobranzas que se encuentran a su vez afectadas por la incobrabilidad, los prepagos y los ratios de cobranzas. Dada la naturaleza de corto plazo de los créditos, la cartera estática y los pagos secuenciales, la vida promedio de los títulos senior es menor al año.

Copyright © 2009 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 disseminación 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.