

Argentina
Informe EspecialRiesgo de Administrador y Legal -
Casos de estudio en Argentina**Analistas**

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

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

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

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

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

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

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

Informes Relacionados

- [Criterio para la Calificación de Originador / Administrador en finanzas estructuradas en el mercado Argentino, May. 16, 2007](#)
- [Criterio de Calificación para Transacciones Respaladas por Créditos de Consumo en Latinoamérica, Nov. 12, 2008](#)
- [Securitizaciones de Préstamos de Consumo en Argentina: Continúan con vida, Nov. 16, 2009](#)
- [Criteria to Analyse Legal Uncertainty in Emerging Market Securitization, Jul. 10, 2009](#)
- [Global Rating Criteria for Structured Finance Servicers, Sept. 30, 2009](#)
- [Servicing Continuity Risk Criteria for Structured Finance Transactions, Mar. 17, 2010](#)

Introducción

En los últimos años, la securitización ha probado ser una exitosa fuente de fondeo para las compañías argentinas, y el hecho de que se perciba que es menor el riesgo asociado con los instrumentos estructurados ha desatado el interés de los inversores dentro de un ambiente de creciente incertidumbre. La separación de activos involucrados en un proceso de securitización (como ser, la transferencia de activos a un fideicomiso independiente) en teoría protege a estos instrumentos de la acción contra las otras partes involucradas en la transacción. Recientemente, el mercado de titulización respaldado por activos (ABS) ha sido testigo de varias pruebas de estrés a este principio fundamental.

Varios fiduciarios/administradores involucrados en la securitización de préstamos de consumo sufrieron un severo estrés financiero en los últimos 18 meses. Este informe resume los hechos conocidos y comenta sobre los efectos directos que experimentaron las titulizaciones. Tres casos particulares son mencionados: Bazar Avenida (fideicomisos financieros Confibono), Bonesi (fideicomisos financieros Bonesi) y UOLE (fideicomisos financieros Otero).

El mercado de titulizaciones argentino ha sido históricamente dominado por fideicomisos financieros respaldados por préstamos de consumo ya que estas compañías usan la securitización de un creciente mercado de préstamos de consumo. Este mercado fue severamente afectado por una serie de eventos que comenzaron con la nacionalización de los fondos de pensión privados (AFJP) a finales de 2008, combinado con la eliminación de ciertos beneficios impositivos y el deterioro económico del último año. Estos eventos generaron una fuerte contracción del crédito que al final contribuyó a que varias compañías solicitaran su concurso preventivo de acreedores. El impacto de esto sobre los instrumentos estructurados involucrados varió significativamente dependiendo de cada caso en particular.

Mientras los resultados no son siempre definitivos, estos casos son generalmente positivos porque al mismo tiempo revelan ciertas lecciones respecto de las fortalezas y limitaciones de las securitizaciones. Por esta razón es que no solo no se espera que los recientes eventos impacten negativamente en la futura utilización de este tipo de instrumentos, sino que además, sucesos como estos, son datos que respaldan la visión de Fitch con relación a que la calificación de ciertas transacciones de préstamos de consumo deben estar vinculadas a la calificación del fiduciario/administrador. A pesar de las fortalezas legales que provee para las securitizaciones un marco de quiebra remota, ciertos riesgos operacionales vinculados con los originadores/administradores son difíciles de remover y por lo tanto pueden limitar el perfil crediticio de los instrumentos. Para más información sobre el tema, consultar los informes detallados en el cuadro "Informes relacionados".

En las operaciones de ABS, la quiebra del originador, administrador o fiduciario resulta en el reemplazo de la parte fallida y no en la insolvencia del fideicomiso. Es por ello que los fideicomisos son generalmente considerados instrumentos de "quiebra remota" y el riesgo al que se encuentra expuesto el inversor queda limitado a los activos subyacentes. Sin embargo, el desempeño de los activos subyacentes, como una función

de la calidad en la administración y cobranza de los mismos, no está completamente aislada del riesgo operacional del originador/administrador/agente de cobro. Al ser una sola compañía la que generalmente desempeña las funciones de fiduciante, originador, administrador y cobrador en Argentina, un exhaustivo análisis de ella es crítico. Igualmente importante es el análisis de la factibilidad en el reemplazo de estas compañías de manera oportuna en caso de que su eficacia ya no sea cierta.

Por consiguiente, Fitch evalúa tanto los procesos como el perfil financiero del administrador/agente de cobro, y también la calidad crediticia del porfolio subyacente del instrumento estructura. El perfil de negocio de la entidad, la estrategia del *management*, la fortaleza financiera, los procesos de originación y cobranzas, la gestión de la mora, los sistemas informáticos y de administración de archivos son revisados. La divulgación y la transparencia son también factores importantes al evaluar una entidad. Las entidades financieras reguladas bajo el Banco Central (BCRA) proveen una visión clara de los riesgos de administración asociados. (Para mayores detalles en el análisis de administradores, consultar el criterio en el informe: "Global Rating Criteria for Structured Finance Servicers", del 30 de septiembre de 2009, en el website de Fitch www.fitchratings.com).

Los hallazgos que se exponen en este estudio reflejan los riesgos que Fitch contempla cuando analiza un instrumento estructurado y que adicionalmente tiene en cuenta los niveles de mejoras crediticias. Por ejemplo, un administrador "débil" habitualmente presenta un mayor nivel de mejoras crediticias que un administrador "fuerte" en cualquier categoría de calificación dada. Similarmente, otros aspectos de la evaluación, como ser los controles insuficientes y/o un débil perfil financiero, pueden establecer un techo a la calificación máxima que podría lograr el título senior de un fideicomiso. Para mayores detalles, consultar el criterio en el informe: "Servicing Continuity Risk Criteria for Structured Finance Transactions," del 17 de marzo de 2010, disponible en www.fitchratings.com.

Fideicomisos Confibono

Fiduciante

Bazar Avenida (Bazar) y Consumo S.A. integran la red Megatone, una de las cadenas de venta de electrodomésticos más grandes del país. Al igual que otras compañías, Bazar otorga créditos y otro tipo de financiamiento a sus clientes para la compra de los productos en cuotas. Por su parte, Consumo integra la cadena "Confina", que otorga préstamos personales que pueden ser usados a discreción del cliente.

Estas compañías comenzaron a securitizar sus préstamos de consumo en 2003 bajo los fideicomisos financieros "Confibono". A abril de 2009, cuando fue la emisión de la última serie de securitización de préstamos (Serie 42), un total de AR\$ 1.600 millones de títulos estructurados habían sido colocados en el mercado. Bazar actuaba como fiduciante, administrador y agente de cobranza para los fideicomisos Confibono.

Al mismo tiempo, Bazar colocó en el mercado de capitales local valores de corto plazo (VCP) calificados por Fitch en A2(arg). Al igual que otras compañías minoristas, Bazar comenzó a experimentar un significativo deterioro en su perfil financiero en 2009. La recesión tuvo un impacto negativo tanto en la disponibilidad de crédito como en el costo de financiamiento de la compañía.

Por consiguiente, Fitch bajó la calificación de corto plazo de la compañía a A3(arg) de A2(arg) en noviembre de 2008, y luego a B(arg) en mayo de 2009. En junio de 2009, la calificación se bajó nuevamente a C(arg) debido a incumplimientos en los pagos a proveedores y obligaciones bancarias.

Similar a los criterios establecidos en "Servicing Continuity Risk Criteria for Structured

Finance Transactions”, Fitch considera que en ciertas transacciones de préstamos de consumo de Argentina debe existir una vinculación entre la calificación del administrador y la calificación de los títulos estructurados; es por ello que luego de la baja de Bazar en mayo de 2009, Fitch colocó en Rating Watch Negativo a todos los títulos emitidos por los fideicomisos Confibono. En junio de 2009, Fitch bajó los títulos emitidos por Confibono a A(arg) de AAA(arg) y los mantuvo en Rating Watch Negativo.

El incumplimiento en un pago de Bazar Avenida fue la causa por la cual se lo removió como agente de cobro de los fideicomisos. Bazar fue reemplazado por TINSA S.A. En julio de 2009, un nuevo contrato con Banco de Valores convirtió a TINSA en el agente de cobro oficial para los fideicomisos. A partir de entonces, esta compañía debe informar al fiduciario, en forma diaria, todas las cobranzas del día y depositarlas en las cuentas fiduciarias dentro del día hábil siguiente. La cobranza de los créditos se lleva a cabo dentro de los locales de Bazar Avenida, Consumo y agentes autorizados. Con TINSA asumiendo oficialmente el rol de agente de cobro de los créditos, los títulos senior de los fideicomisos Confibono fueron confirmados en A(arg) y Fitch retiró el Rating Watch Negativo.

Meses después, el 29 de diciembre de 2009, Bazar Avenida S.A. y Consumo S.A. solicitaron la apertura de su concurso preventivo de acreedores. Sin embargo, dado que los préstamos se extrajeron del patrimonio de las compañías mediante los fideicomisos financieros Confibono, los títulos emitidos por estos continuaron siendo administrados normalmente. El que los activos de los fideicomisos se hayan excluido del proceso concursal es visto como un precedente para la afirmación de las estructuras de securitización en Argentina.

Al presente, todas las clases A y B de los títulos de las 42 series fueron totalmente amortizadas, y sólo está pendiente la amortización de la Clase C de dos series. Una vez canceladas, todas las cobranzas pendientes serán distribuidas entre los certificados subordinados de cada serie.

Fideicomisos Bonesi

Fiduciante

Bonesi S.A. es un minorista, y como tal no está regulado por el BCRA, aunque sí proporciona financiación a sus clientes para que ellos adquieran electrodomésticos en sus locales. Desde 2003, Bonesi ha participado en el mercado local de finanzas estructuradas mediante la emisión de 22 series de los fideicomisos financieros Bonesi.

Como en el caso anterior, Bonesi actuaba como administrador y agente de cobranzas para los préstamos de consumo subyacentes que forman parte de los fideicomisos. A través de los años, Bonesi empleó inicialmente a Banco de Valores y luego al Standard Bank como fiduciarios para sus emisiones.

Bonesi, al igual que otros minoristas, ha experimentado problemas financieros al comienzo de 2009 y solicitó concurso preventivo de acreedores. En abril de 2009, luego de observar retrasos en la transferencia de los fondos, Standard Bank, actuando como fiduciario de varias transacciones, convocó una Asamblea de Tenedores que decidió remover a Bonesi como administrador y designó un administrador y agente de cobro en su reemplazo.

En mayo de 2009, el juez reconoce formalmente que los activos de los fideicomisos están separados de los de la compañía y le indica a Bonesi que transfiera AR\$ 13 millones en cobranzas ilegalmente retenidas en los meses pasados. El juez, sin embargo, no avaló la remoción de Bonesi como agente de cobro y le permitió que continuara desempeñando esa función. Bonesi no cumplió con la orden del juez: no transfirió los

13 millones y continuó reteniendo las cobranzas.

La decisión de mantener a Bonesi como agente de cobro fue apelada y en octubre de 2009 la Cámara revocó esta decisión. Se le ordenó a Bonesi que cese con la retención de los pagos bajo créditos relacionados con los fideicomisos y que se abstenga de realizar futuras cobranzas hasta su liquidación. Previo a octubre de 2009, los dos fiduciarios nombraron a Pago Fácil como el nuevo agente de cobro en sus respectivos fideicomisos. Sin embargo, las cobranzas fueron muy bajas debido a la interferencia de Bonesi en los esfuerzos para cobrar hasta que la Justicia lo apartó como agente de cobro.

El resultado del proceso global resultó en un significativo retraso en la administración de los instrumentos estructurados contenidos en los fideicomisos. Desde abril hasta octubre de 2009, Bonesi recibió y retuvo cobranzas por un monto de AR\$ 48,4 millones. Desafortunadamente, estas cobranzas terminaron en las cuentas de la compañía y los inversores sólo poseen recurso a esta compañía financieramente en problemas. Ninguno de los títulos senior técnicamente incumplió debido a que se beneficiaron de algún tipo de protección de liquidez (como mecanismos de diferimiento y reservas líquidas) y porque en los últimos casos los fiduciarios apoyaron estas transacciones (Standard Bank con AR\$ 41,2 millones en préstamos otorgados en compensación de las cobranzas retenidas y el Banco de Valores mediante una oferta de compra de los títulos Clase A vigentes).

La siguiente tabla muestra las cobranzas retenidas, el valor residual actual y ajustado de las Series XIV a XXII. Cada serie tiene estructuras totalmente secuenciales y tres tipos de títulos: Clase A (senior), Clase B (intermedio o mezzanine) y Certificados de Participación (CP - Subordinados):

Fideicomisos Bonesi - Detalle del impacto en los fideicomisos individuales
(AR\$)

Series	Fiduciarios	Títulos	Valor residual al 26 de Julio 2010			Cobranzas Retenidas	Fecha de emision	Amortización Estima Original
			Valor Nominal	Ajustado ^a	Actual			
XIV	Banco de Valores	CP	1.629.257	848.971	848.971	1.762.181	29/06/2007	25/08/2010
XV	Banco de Valores	Clase B	4.117.452	1.789.718	1.789.718	2.564.250	04/10/2007	25/04/2009
		CP	1.801.385	1.801.385	1.801.385			25/10/2010
XVI	Banco de Valores	Clase B	2.666.814	1.724.829	1.724.829	1.408.570	28/11/2007	25/06/2009
		CP	1.037.094	1.037.094	1.037.094			25/11/2010
XVII	Banco de Valores	Clase A ^b	11.494.109	215.774	215.774	1.524.892	26/12/2007	25/03/2009
		Clase B	1.384.833	1.384.833	1.384.833			25/07/2009
		CP	969.383	969.383	969.383			25/01/2011
XVIII	Standard Bank	Clase A	22.757.906	2.999.111	-	4.391.948	29/02/2008	25/05/2009
		Clase B	2.741.916	2.741.916	1.761.015			25/09/2009
		CP	1.919.342	1.919.342	1.919.342			25/02/2011
XIX	Standard Bank	Clase A	25.368.992	7.689.987	1.307.596	6.811.858	30/05/2008	25/08/2009
		Clase B	3.171.124	3.171.124	3.171.124			25/01/2010
		CP	3.171.124	3.171.124	3.171.124			25/06/2011
XX	Standard Bank	Clase A	24.241.088	8.479.290	598.891	9.480.790	18/09/2008	25/10/2009
		Clase B	3.232.145	3.232.145	3.232.145			25/02/2010
		CP	6.088.485	6.088.485	6.088.485			25/08/2011
XXI	Standard Bank	Clase A	20.799.399	12.064.155	3.740.878	10.523.373	02/12/2008	25/12/2009
		Clase B	2.529.657	2.529.657	2.529.657			25/02/2010
		CP	6.804.081	6.804.081	6.804.081			25/11/2011
XXII	Standard Bank	Clase A	12.644.369	7.711.796	178.475	9.932.582	02/03/2009	25/11/2009
		Clase B	1.685.916	1.685.916	1.685.916			25/12/2009
		CP	4.391.369	4.391.369	4.391.369			25/07/2011

^aAjustado por los préstamos otorgados a los fideicomisos. No incluye intereses devengados. ^bEn mayo de 2009, Banco de Valores compró el 100% remanente de los Clase A mediante una oferta de compra. Fuente: Fitch en base a los informes publicados por los fiduciarios.

Si la compañía hubiese cumplido con las fecha de pagos originalmente establecidas, todos títulos senior (Clase A) e intermedios (Clase B) estarían completamente amortizados a la fecha. Sin embargo, la retención indebida de los fondos cobrados por Bonesi desde abril de 2009, así como el retraso en la toma de las operaciones por parte del nuevo agente de cobro, resultaron en un significativo monto de pagos se encuentre aun pendiente.

Por otra parte, si en mayo de 2009, el juez hubiese prohibido a Bonesi continuar con las cobranzas (como finalmente se hizo en octubre de 2009), el impacto en los títulos hubiera sido mucho menor. Durante este período Bonesi cobró AR\$ 35,4 millones. Podría decirse que el desempeño de la cartera hubiera sido mejor porque los deudores no hubieran recibido mensajes incongruentes respecto de los lugares en que deberían realizar los pagos. Finalmente, no es seguro si los fideicomisos serán capaces de recuperar las cobranzas retenidas por Bonesi, pero se estableció un buen precedente legal para futuros casos.

El ejemplo de Bonesi demuestra que, a pesar de las fortalezas legales y el soporte final (aunque tardío) por parte de la Justicia, ciertos riesgos operativos son difícilmente removibles y por lo tanto pueden limitar el perfil crediticio.

Fitch considera que muchas transacciones argentinas de créditos de consumo son más susceptibles que otras dado que las cobranzas son completamente dependientes de la calidad crediticia y la voluntad del administrador de transferir los fondos, y esto podría provocar potenciales interrupciones de los flujos en caso de un evento de crediticio relacionado con el administrador. Adicionalmente, debido a que las operaciones son de corto plazo, cualquier interrupción en las cobranzas puede llevar a que grandes cantidades de dinero se desvíen. Finalmente, mientras que la ley fue confirmada en última instancia, la posibilidad de retrasos pueden llevar a interrupciones de flujo de caja y por lo tanto los mecanismos de liquidez son importantes para la calificación final de la transacción. Todas estas cuestiones pueden ser citadas como razones para relacionar la calificación de la empresa con la calificación final de transacción.

Ambos casos muestran cómo la titulización y la administración pueden ser interrumpidas en el caso de que el fiduciante/administrador tenga dificultades financieras. Además de la calidad crediticia del fiduciante/administrador subyacente, la confianza en que éste cumplirá con los acuerdos (contratos de administración) y con las órdenes de los tribunales siguen siendo elementos fundamentales para el desempeño de una securitización. Otras consideraciones importantes al analizar una transacción de ABS deben incluir la reputación y el carácter de los organizadores y las potenciales implicancias en el caso de la ruptura de los contratos.

Fideicomisos Otero

Fiduciante

UOLE S.A. opera bajo el nombre de Otero Electrodomésticos. La compañía experimentó un significativo deterioro en su posición financiera, lo que lo llevó a incumplir con ciertas obligaciones financieras en julio de 2009. El fiduciario, Standard Bank, convocó una asamblea de tenedores, la cual el 7 de agosto decidió mantener a UOLE como el administrador de los fideicomisos, y le demandó que acelere la transferencia de las cobranzas recibidas.

A pesar que hubo ciertos retrasos en los pagos de los títulos estructurados debido a la morosidad de los activos subyacentes y el propio proceso de reestructuración de UOLE, la compañía continuó transfiriendo las cobranzas a los fideicomisos. La última serie de los fideicomisos (la número 9), cuyos títulos senior tenían un vencimiento estimado en diciembre de 2009, fueron totalmente amortizados con cuatro meses de retraso (abril

de 2010).

Criterio de continuidad en la Administración - Argentina

Recientemente Fitch publicó el criterio global relacionado con el tema aquí analizado: el efecto de un potencial incumplimiento de los administradores y su impacto en los procesos de calificación de las securitizaciones (consultar el informe del criterio, "Servicing Continuity Risk Criteria for Structured Finance Transactions", publicado el 17 de marzo de 2010). Este informe muestra una variedad de áreas claves relacionadas con cómo Fitch analiza el rol de los administradores dentro de estas transacciones. El enfoque de Fitch para la calificación de operaciones de préstamos de consumo en Argentina incorpora muchos de los comentarios resaltados en este informe. La siguiente es una lista de algunos de estos puntos y su evaluación en el caso de Argentina.

- Disponibilidad de administradores. Mientras que Argentina no se puede considerar como un mercado desarrollado en lo que se refiere a la disponibilidad de administradores sustitutos, existen administradores sustitutos que pueden reemplazar a los existentes. TINSA, en el caso de Confibono, es un ejemplo de cómo esto puede ocurrir. Con relación al Fideicomiso Bonesi, si bien Pago Fácil poseía la capacidad y era aceptable como administrador sustituto para las operaciones de Bonesi, la negativa que manifestó esta última con relación a ser removido como agente de cobro complicó los esfuerzos de cobranza.
- Incentivos financieros. La comisión por administración está en el rango de 60-100 bps de las cobranzas. Algunos administradores poseen comisiones por debajo del mercado debido a que son tenedores del tramo subordinado de los títulos (CP). A pesar de ello, como gran parte de estas transacciones se benefician de amplios diferenciales de tasas (aproximadamente 20%-40%), existe la posibilidad de incrementar esta comisión por administración en el caso de ser necesario para atraer nuevos candidatos para realizar la tarea.
- Predictibilidad de los regímenes de insolvencia.
 - De acuerdo al criterio de Fitch relacionado con las jurisdicciones legales, "Legal Uncertainties in Emerging Markets", Fitch ha asignado un *Challenge Factor* (Factor de Impugnación) de 3 o CF3 a la Argentina. Este factor pretende abordar la probabilidad de que el marco jurídico apoyará la titulización dentro de ese mercado en particular. Si bien estos factores aún no han sido utilizados en la asignación de calificaciones en escala nacional, permiten hacerse una idea de cómo se compara a Argentina dentro del contexto global. La mencionada escala va de CF1 hasta CF4, siendo CF1 asignado a jurisdicciones como Estados Unidos, Reino Unido y otros mercados desarrollados. Estos factores pueden limitar la calificación de una securitización a una determinada cantidad de escalones por arriba de la calificación del fiduciante o del originador. Los *Challenge Factor* están basados en los estudios del Banco Mundial relacionados al marco legal, regulatorio y su cumplimiento dentro de un país en particular. También está basado en el nivel actividad de las securitizaciones y la fortaleza de las leyes locales vinculadas a ellas.
 - Los casos proveen una interesante mirada y muestran cómo el marco legal parece haber funcionado en gran medida. Particularmente merece comentarse la opinión legal emitida por la Justicia en el caso Bonesi, donde, en el plazo de 30 días, confirmó el concepto de "separación de activos" y afirmó que los préstamos y sus pagos no formaba parte de los activos de la empresa. Mientras que las sentencias judiciales estaban en consonancia con el espíritu de los documentos de la transacción y la ley de titulización en la Argentina, el

impacto final sobre los títulos dependerá de la posibilidad y el tiempo hasta que las cobranzas retenidas por Bonesi se puedan recuperar.

- Acuerdos de administración. Bajo la ley y regulaciones de Argentina, la administración de los activos es una responsabilidad del fiduciario, pero éste generalmente delega dicha tarea al fiduciante. Históricamente, la mayoría de las operaciones tenían designado a un administrador sustituto. Recientemente, la Comisión Nacional de Valores (CNV) emitió la Resolución 555/2009 que establece, entre otras cosas, que en los casos donde el fiduciario delega la administración en el fiduciante, un plan de reemplazo y un administrador sustituto deben estar designados.
- Tipo de activo / collateral
 - En muchas transacciones de Argentina las características de los créditos hace que sean del tipo de administración intensiva dado que las cobranzas se realizan en forma “manual”, pudiendo ser en efectivo; esto es, los deudores deben presentarse a los locales a realizar los pagos. Esto puede ser particularmente difícil en el caso que la compañía cierre sus locales y se deba desarrollar un nuevo sistema de cobranzas.
 - Otra cuestión a considerar con una transacción en Argentina es la naturaleza de corto plazo que puede ser visto como algo positivo debido a que el horizonte de riesgo es menor, pero también puede ser visto como algo negativo. Si hay alguna interrupción en la administración, esto tendrá un impacto mucho mayor en el porcentaje de créditos. Por ejemplo, si un préstamo hipotecario se ve interrumpido durante 6 meses, esto tendría un impacto mucho menor, ya que representa una pequeña porción del préstamo hipotecario, que podría ser de más de 20 años. Por el contrario, un retraso de seis meses en un préstamo de 2 años de consumo tendría un impacto del 25% del saldo.
- Tamaño del administrador y el riesgo de concentración
 - Las carteras en Argentina están relativamente concentradas en regiones alrededor del país. Si bien esta concentración es una debilidad en lo que respecta a los posibles escenarios de estrés, es relativamente fácil para una entidad hacerse cargo de las operaciones de administración.
- La antigüedad, profundidad y sofisticación del mercado de securitizaciones. El mercado de securitizaciones de Argentina es el más antiguo de Latinoamérica. Fue establecido en 1996 y ha habido una variedad de tipos de activos securitizados durante estos años. Hasta 2001, Argentina fue el mercado más grande de emisiones de titulaciones en la región. La ley de fideicomisos en Argentina, que es un sustento importante de las securitizaciones, es reconocida y posee buenos antecedentes al respecto. Por ejemplo, durante la crisis de 2001/2002, la cesión de activos (*true sale*) bajo esta ley no han sido impugnados a pesar de los varios casos de estrés como son la no disponibilidad de los depósitos (“corralito”), la “pesificación”, la indexación asimétrica y el incumplimiento del soberano. Otro antecedente es Bonesi, caso en el que el fiduciante trató de impugnar la cesión de activos y la Justicia declaró que los activos pertenecen a los fideicomisos.

Repercusiones y conclusiones

Los problemas que surgieron con algunos fiduciarios en Argentina permitieron que este instrumento sea testeado en los términos de sus fortalezas legales. Adicionalmente, la entidad de control (CNV) emitió varias resoluciones que requieren un mayor control y responsabilidad para las partes involucradas en un fideicomiso.

Por ejemplo, la CNV emitió dos Resoluciones (las número 552 y 555) que deben ser adoptadas por los fiduciarios financieros con el objetivo de proteger el interés de los inversores. Esta regulación establece que los fiduciarios financieros podrán delegar su función de administración a los fiduciantes como es usual, pero deberán respetar las siguientes condiciones:

- Los fiduciarios deberán tener un seguimiento diario de los fondos cobrados por los administradores.
- Los fiduciarios deberán recibir los fondos recolectados a las 72 horas hábiles.
- Los fiduciarios deberán tener un sistema on-line que les permitan conocer las cobranzas.
- Los documentos de los activos subyacentes (prendas, pagarés, solicitudes de crédito) deben estar en custodia de los fiduciarios.

Además de designar a un administrador y agente de cobro sustitutos, un plan de administración sustituta que debe contemplar: el establecimiento de lugares de cobro alternativos donde los deudores puedan realizar sus pagos; un agente de control o un administrador sustituto con mecanismos de control alternativos, y el uso de sistemas independientes de los sistemas del administrador primario. Haciendo esto, la estructura tendría las herramientas necesarias para que la entidad sustituta pueda hacerse cargo de las tareas lo más rápido posible reduciendo la pérdida para el inversor.

Cuando Fitch analiza securitizaciones de préstamos de consumo de Argentina, vemos varias características de la transacción a fin de determinar el grado de "desvinculación" que la calificación de la operación puede tener del fiduciante/administrador. Los puntos más relevantes son si la entidad se encuentra regulada o no, el riesgo de fungibilidad (*comingling risk*), la custodia de los documentos de los activos, el nivel de las protecciones de liquidez, el potencial de un administrador sustituto, el agente de cobro sustituto y los acuerdos de agente de control. Además de la fortaleza financiera del fiduciante/administrador, es importante considerar el riesgo operacional de la compañía incluyendo el carácter del management y el gobierno corporativo. Por último, es importante tener un contrato con términos claros que establezca las soluciones adecuadas en caso de que una parte no cumpla con sus responsabilidades.

Cuando evaluamos el perfil crediticio de una securitización de préstamos de consumo en Argentina, Fitch reconoce las dificultades en mitigar completamente los riesgos del fiduciante/originador/administrador. Como se describió en este informe, un grado de vinculación siempre existe. Incluso en los casos donde la estructura jurídica es sólida, puede ser difícil el completo divorcio en determinadas dependencias operativas. En última instancia, estos también pueden influir en el repago en tiempo de los bonos.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP: // FITCHRATINGS.COM / UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO , Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2010 por 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. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con 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 en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.