



**Beneficios de la elección del fideicomiso financiero como
estrategia de financiamiento para tarjetas de crédito
regionales en Argentina**

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas

Año Académico 2017

Daniela Ragatuso

Índice

| | |
|---|----|
| II. Fideicomiso Financiero | 3 |
| 1. Fideicomiso en general: Definición y clasificación | 3 |
| 2. Fideicomiso Financiero: Definición y Participantes | 3 |
| 3. Estructura del Fideicomiso Financiero | 6 |
| 4. Fondos de Inversión Directa..... | 8 |
| 5. Ventajas de los Fideicomisos Financieros..... | 8 |
| 6. Riesgos | 10 |
| 7. Mitigación de los Riesgos | 12 |
| Mejoras Internas..... | 12 |
| Mejoras Externas..... | 14 |
| 8. Extinción del fideicomiso..... | 15 |
| 9. Documentos que respaldan la emisión | 15 |
| 10. Costos y tratamiento impositivo de los fideicomisos financieros..... | 16 |
| Impuesto a las Ganancias | 16 |
| Impuesto al Valor Agregado (IVA) | 17 |
| Impuesto sobre los Bienes Personales..... | 18 |
| Impuesto sobre los Débitos y Créditos Bancarios..... | 18 |
| Impuesto sobre los Ingresos Brutos | 19 |
| Costos del Fideicomiso Financiero | 19 |
| 11. Inversores..... | 21 |
| III. Tarjetas de Crédito Regionales de Argentina..... | 23 |
| 1. Tarjetas de Crédito: Definición y Funcionamiento | 23 |
| 2. Sistema de Tarjeta de Crédito..... | 24 |
| 3. Características de las Tarjetas de Crédito Regionales | 25 |
| 4. Modelo de Negocios de las Tarjetas de Crédito Regionales | 26 |
| 5. Calificación Crediticia de los Clientes | 28 |
| 6. El Debate por las Comisiones: Comercios vs. Tarjetas de Crédito Regionales | 29 |
| Posiciones Enfrentadas..... | 29 |
| El Debate en la Actualidad..... | 33 |

| | |
|--|----|
| 7. Consecuencias de la Implementación del Programa de Precios Transparentes para las Tarjetas de Crédito Regionales | 34 |
| 8. Características de las Tarjetas de Crédito Regionales que Permiten la Estructuración de un Fideicomiso Financiero | 36 |
| IV. Fideicomisos Financieros Respaldados por Cupones de Tarjetas de Crédito Regionales | 38 |
| 1. Estructura..... | 38 |
| 2. El Fiduciante como Administrador de los Créditos..... | 39 |
| 3. Estructura Revolving | 41 |
| 4. Criterios de Elegibilidad | 42 |
| 5. Eventos Especiales | 43 |
| 6. Beneficios de la Estructuración de Fideicomisos Financieros para Tarjetas de Crédito Regionales en Argentina | 45 |
| 7. El Fideicomiso Financiero como Impulsor de las Economías Regionales..... | 48 |
| 8. Caso Real: Tarjeta Nevada | 50 |
| V. Caso Real: Tarjeta Andes | 53 |
| 1. Tarjeta Andes..... | 53 |
| Presentación de la compañía | 53 |
| Estructura Organizacional | 54 |
| Condiciones de Otorgamiento de la Tarjeta Andes..... | 57 |
| Costos de Mantenimiento de la Tarjeta Andes..... | 58 |
| 2. Información de la Cartera Total de Créditos de la Tarjeta Andes | 59 |
| 3. Estructura del Fideicomiso Financiero Tarjeta Andes | 68 |
| 4. Resultado de la Estructuración | 71 |
| 5. Mejoras Propuestas a la Estructura del Fideicomiso Financiero Tarjeta Andes | 73 |
| VI. Conclusión..... | 75 |
| VII. Bibliografía | 79 |

I. Introducción

Las compañías de tarjetas de crédito regionales son instituciones financieras no bancarias que se encuentran reguladas por el Banco Central de la República Argentina. Estas compañías operan dentro de determinadas regiones del país y se dedican a prestar servicios de financiación. Sus clientes pertenecen a sectores económicos bajos y medios.

Además, una gran parte de estas compañías se encuentra registrada ante la Comisión Nacional de Valores dentro de la categoría de Pequeña y Mediana Empresa, y no poseen el respaldo de instituciones bancarias, lo cual limita y dificulta sus posibilidades de financiamiento.

El objetivo del presente trabajo es identificar cuáles son los beneficios de incorporar un fideicomiso financiero a la estrategia de financiamiento de las compañías de tarjetas de crédito regionales en Argentina.

En principio, teniendo en cuenta el contexto fuertemente regulado en el que actúan, la elección de las tarjetas de crédito regionales de desarrollar un fideicomiso financiero está explicada por la posibilidad que le brinda esta estructura para aumentar y diversificar sus fuentes de financiamiento. Además, el fideicomiso financiero les permite securitizar la gran cantidad de cuentas por cobrar que típicamente tienen, eliminarlas de su balance, aumentar su liquidez y eliminar los descalces financieros.

A diferencia de las principales fuentes de financiamiento que tienen estas compañías, como préstamos bancarios y aportes de capital de los accionistas, el fideicomiso financiero les permite aumentar su liquidez consiguiendo mayores montos, tasas más convenientes y mayores plazos. A pesar de los altos costos de estructuración y de colocación, este tipo de instrumentos otorgan beneficios impositivos, de liquidez y de tasas que logran compensarlos y, en muchos casos, les permite obtener resultados positivos.

Finalmente, para las compañías de tarjetas de crédito regionales localizadas en Argentina, el fideicomiso financiero representa un primer acercamiento al mercado de capitales. La exposición y la experiencia que consiguen con esta estructura, le facilitan la posibilidad de recurrir en el futuro a otro tipo de financiamiento en el mercado de capitales.

Para responder el interrogante planteado inicialmente, en primer lugar, se llevará a cabo una explicación del instrumento fideicomiso financiero en general. Con ayuda de la Ley 24.441, se explicarán los principales aspectos estructurales, legales, impositivos y la estructura de costos de los fideicomisos financieros en Argentina. También se analizará cuáles son los principales inversores de los títulos emitidos por los fideicomisos financieros y se identificarán las ventajas que ellos encuentran en estos instrumentos.

En segundo lugar, se presentará una descripción de las compañías de tarjetas de crédito regionales de Argentina. Inicialmente, se buscará identificar cuál es su negocio principal y cuáles son sus fuentes de ingreso secundarias, sus métodos de fondeo, las zonas geográficas en la que llevan a cabo sus actividades, las características de sus clientes, y su rol como administradores de los créditos. Asimismo, se analizará cuáles son las características propias del negocio de las tarjetas de crédito regionales que posibilitan la estructuración de este tipo de fideicomisos.

Además, dentro de la segunda parte del trabajo se incluirá un análisis acerca del debate sobre la modificación a la ley que establece las comisiones que cobran las tarjetas de crédito y se identificará la postura de las tarjetas de crédito regionales en la discusión. También, se examinarán las consecuencias de la reciente implementación del programa de Precios Transparentes para estas compañías.

Luego, se realizará una breve presentación de la estructura de los fideicomisos financieros respaldados por cupones de tarjetas de crédito regionales y se explicará cuáles son los beneficios que encuentran estas compañías en la estructuración de este tipo de fideicomisos financieros. Además, se hará referencia a las políticas de fomento al consumo de los últimos años dentro de un contexto de alta inflación, y cómo esta situación fomentó la securitización de los cupones de tarjeta de crédito para este tipo de compañías.

A continuación, se analizará el caso de la Tarjeta Nevada como un ejemplo exitoso de financiamiento de una tarjeta que comenzó siendo regional a través del mercado de capitales. En un principio, Tarjeta Nevada logró realizar su primer acercamiento al mercado de capitales con la emisión de varias series de un fideicomiso financiero y, más adelante, continuó su estrategia desarrollando otro tipo de instrumentos.

Por último, se presentará un caso real correspondiente a una tarjeta de crédito regional del sur del país que entre los años 2007 y 2008 intentó utilizar el fideicomiso financiero como estrategia de financiamiento, y obtuvo resultados negativos. Se identificarán cuáles fueron los motivos por los cuales no se pudo concretar el fideicomiso y, teniendo en cuenta las características del negocio y del mercado de capitales argentino, se realizarán recomendaciones que posibilitarían la concreción de su objetivo inicial.

II. Fideicomiso Financiero

1. Fideicomiso en general: Definición y clasificación

El fideicomiso es un contrato a través del cual una persona, el fiduciante, transmite un bien o un conjunto de bienes a otra, el fiduciario, con el objetivo de que la segunda lo administre y ejerza la propiedad de los mismos de manera correcta. El beneficiario del fideicomiso podrá disponer de los bienes una vez transcurrido el plazo establecido en el contrato¹.

Una de las principales características del fideicomiso es que los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado tanto del patrimonio del fiduciario como del patrimonio del fiduciante. De esta manera, los bienes fideicomitados quedan exentos de cualquier acción, tanto singular como colectiva, de los acreedores del fiduciario o del fiduciante. Al mismo tiempo, cuando los bienes fideicomitados son insuficientes para hacer frente a las obligaciones del fideicomiso, se procede a la liquidación del mismo. El proceso de liquidación está a cargo del fiduciario, quien es el encargado de ejecutar los bienes del fideicomiso y entregar lo producido a los acreedores de acuerdo con el orden previsto por la ley.

Los fideicomisos pueden dividirse en dos grupos: fideicomisos ordinarios y fideicomisos financieros. Dentro del conjunto de fideicomisos ordinarios podemos encontrar al testamentario, de seguros, de nacionalización, de renta, de administración, como solución de convocatoria, de inversión y de garantía.

2. Fideicomiso Financiero: Definición y Participantes

El fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para actuar como fiduciario financiero. Además, los beneficiarios de la transacción son los titulares de los valores fiduciarios o certificados de participación respaldados por los bienes fideicomitados. Al mismo tiempo, los fideicomisos financieros pueden tener oferta pública o pueden ser privados².

Los bienes fideicomitados pueden ser bienes o derechos que sean de propiedad del fiduciante y que sean transferibles. Algunos bienes que pueden ser fideicomitados son valores negociables (acciones, obligaciones negociables, cuotas partes de fondos comunes de inversión), títulos cambiarios (pagarés, letras de cambio, cheques, facturas), créditos

¹ Argentina. *Ley N° 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción*, de 22 de diciembre de 1994.

² Argentina. *Ley N° 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción*, de 22 de diciembre de 1994.

personales, contratos de leasing, derechos de cobro, hipotecas y cupones de tarjeta de crédito³.

Para llevar a cabo un contrato de fideicomiso es necesaria la intervención de distintos participantes:

- **Fiduciante**

Es aquel que, por su condición de acreedor original, agrupa y transfiere al fideicomiso los activos que van a conformar el patrimonio fideicomitado. Frecuentemente, luego de transferir esos créditos, el fiduciante continúa siendo su administrador debiendo llevar a cabo el proceso de cobranza y seguimiento de los deudores. A cambio de esas tareas, suele recibir una comisión por la administración de los créditos. En Argentina, la gran parte de los fiduciantes además se encargan de la administración de los activos suelen renunciar a esa comisión en el contrato de fideicomiso. La ley argentina posibilita la estructuración de fideicomisos con más de un fiduciante.

- **Fiduciario**

Es cualquier persona física o jurídica que ha sido autorizada a actuar como tal por la CNV. El fiduciario es el encargado de administrar el fideicomiso y cumple con sus obligaciones de acuerdo con el principio de prudencia del buen hombre de negocios⁴. Además, es a quien se otorga la propiedad fiduciaria de los bienes transferidos por el fiduciante al fideicomiso, emite los valores negociables, y realiza la administración de la transacción a favor de los beneficiarios. El fiduciario es el encargado de asegurar que los activos cedidos al fideicomiso se mantengan completamente aislados del patrimonio del originador y del propio. Consecuentemente, el fiduciario debe rendir cuentas ante el fiduciante y los beneficiarios al menos una vez al año.

El fiduciario debe ser una entidad independiente del fiduciante, condición que contribuye a asegurar que desempeñará sus tareas manteniendo una posición imparcial y neutral. La CNV considera que un fiduciario es independiente del fiduciante si ninguno posee más del 10% de participación societaria en el capital de la otra parte.

El fiduciario puede ser removido de su cargo por distintos motivos: remoción judicial por incumplimiento de sus obligaciones (ya sea a pedido del fiduciante o de los beneficiarios), por muerte o incapacidad física (en caso que sea una persona física), por disolución (en caso de ser una persona jurídica), por quiebra o

³ Banco Central de la República Argentina (2017): “Fideicomisos Financieros” < <http://www.bcra.gov.ar> >

⁴ Argentina. *Ley N° 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción*, de 22 de diciembre de 1994.

liquidación, o por renuncia si en el contrato se hubiera autorizado expresamente esta causa. La renuncia tendrá efecto únicamente después de la transferencia del patrimonio fideicomitido al fiduciario sustituto. Además de las causas mencionadas anteriormente, las cuales están explícitas en la ley de fideicomisos, el contrato puede incluir otros motivos de remoción como la inhabilitación judicial, el concurso, la intervención judicial, la ocultación o ausencia, entre otros. El contrato también suele incluir las causas y procedimientos que deben cumplirse ante la renuncia del fiduciario.

- **Administrados de los Créditos (*Servicer*)**

Es quien administra la cartera de créditos securitizados. Puede ser el originador de los créditos o un tercero contratado específicamente para desempeñar esa tarea. El *Servicer* es el encargado de dirigir el proceso de cobranzas y seguimiento de los deudores, y de llevar a cabo las acciones necesarias para mantener la incobrabilidad en los mínimos niveles posibles. Además, debe suministrar información periódica sobre la performance de los créditos securitizados y, junto con el agente de control y revisión, serán los encargados de emitir reportes con la información correspondiente. La figura del *Servicer* es fundamental dentro de este tipo de transacciones porque, con el correcto desempeño de sus tareas, son quienes se encargan de disminuir los riesgos operativos y administrativos de la transacción. Por último, el *Servicer* va a ser el encargado de transferir las cobranzas a la cuenta fiduciaria. Generalmente, los contratos establecen que la transferencia de las mismas debe realizarse dentro de las 48 a 72hs luego de cobradas.

- **Agentes de Cobro Complementario**

Son entidades que prestan sus servicios de cobranza al fideicomiso financiero. En algunos casos deben transferir las cobranzas al *Servicer* de la transacción, y en otros tienen la posibilidad de transferirlas directamente a la cuenta fiduciaria. La forma y el plazo de la transferencia de las cobranzas se encuentran especificados en el contrato de fideicomiso.

- **Asesor Financiero**

Son aquellas compañías que prestan servicios financieros tanto al fiduciante como al fideicomiso financiero. Su principal objetivo es aconsejar al fiduciante sobre la mejor manera de estructurar la transacción de acuerdo a las características de su negocio.

- **Beneficiario**

Es una persona física o jurídica que puede o no existir al momento de la constitución del contrato. Es quien recibe los beneficios que surgen del ejercicio de

la propiedad fiduciaria, es decir, los inversores que adquieren los valores negociables.

- **Fideicomisario**

Es el destinatario final de los bienes fideicomitados, una vez que se cumplen los plazos o condiciones previstos en el contrato. La figura del fideicomisario puede ser sustituida cuando se conoce que el fiduciante o los beneficiarios serán los destinatarios finales de los bienes fideicomitados.

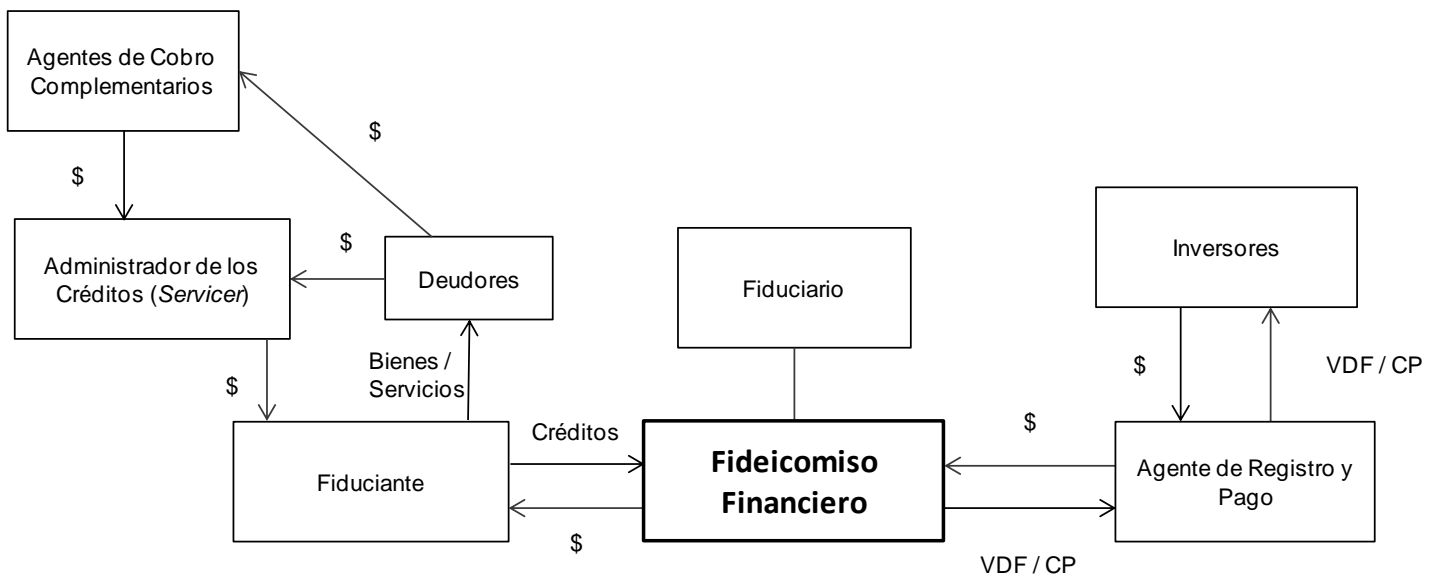
- **Colocador**

Generalmente es una entidad financiera que, a través de un contrato celebrado con el emisor, coloca los títulos emitidos por el fideicomiso financiero en la oferta pública o privada. En el caso de títulos con oferta pública, el colocador suscribe los títulos para revenderlos o conservarlos en su cartera. Cuando son títulos privados, el colocador actúa como intermediario.

3. Estructura del Fideicomiso Financiero

El siguiente gráfico muestra la estructura básica de un fideicomiso financiero:

Gráfico 1: Estructura del fideicomiso financiero



La estructura del fideicomiso financiero típico está formada por uno o más fiduciantes que presta servicios o vende determinados bienes a sus clientes. A cambio de ese acto, el fiduciante adquiere un derecho a cobrar una determinada cantidad de dinero en contraprestación por el bien o servicio. Cuando posee una cantidad considerable de cuentas

por cobrar (créditos), las cuales representan un activo de poca liquidez, el fiduciante decide transferirlas al fideicomiso financiero a través de un acto conocido como *True Sale* o *Venta Verdadera*, el cual asegura que esos créditos salen del balance de quien los originó y son completamente transferidos al fideicomiso.

A continuación, el fiduciario, quien se ocupará de administrar el fideicomiso, emitirá valores de deuda fiduciaria (VDF) y certificados de participación (CP) que estarán respaldados por los bienes fideicomitidos. Los VDF representan un derecho de cobro de lo producido por el fideicomiso en las condiciones establecidas en los documentos legales que respaldan la transacción. Los rendimientos de los títulos emitidos pueden ser de renta fija o de renta variable. Para los primeros se determina una tasa nominal anual, y para los segundos generalmente se utiliza la Tasa BADLAR⁵ más un margen, que puede ser o no determinado en la licitación, con un mínimo y un máximo. En cambio, los CP otorgan un derecho de participación o de propiedad sobre los activos fideicomitidos. A diferencia de los primeros, los tenedores de estos certificados tienen derecho a recibir lo producido por el fideicomiso financiero, luego de cancelados los valores representativos de deuda, y a participar en la liquidación del fideicomiso. Pueden existir distintas clases de valores representativos de deuda y de certificados de participación, con diferente preferencia de cobro y condiciones. Sin embargo, aquellos que pertenecen a la misma clase tendrán los mismos derechos.

A través de la acción de un agente de registro y pago, los títulos y certificados emitidos por el fideicomiso financiero son colocados en el mercado y adquiridos por los inversores.

La *duration* de un fideicomiso financiero es la medida del plazo promedio de vida de la transacción, la cual generalmente está expresada en meses. Al momento de estructurar un fideicomiso, la *duration* se calcula descontando los flujos futuros teóricos a la tasa de descuento establecida, y luego multiplicando cada uno de esos flujos descontados por la cantidad de días que hay entre el vencimiento de cada cupón y la fecha de liquidación del fideicomiso. Generalmente, la *duration* de los títulos emitidos guarda relación con el plazo del activo subyacente.

En Argentina, la mayoría de las emisiones tienen plazos⁶ cortos debido a que los préstamos personales y de consumo, el activo más frecuentemente securitizado, tienen plazos cortos. En el caso de la securitización de préstamos hipotecarios y prendarios, como son activos de plazos más largos, los títulos emitidos por esos fideicomisos también suelen tener plazos más largos. En la mayoría de los casos, como los fideicomisos financieros van realizando pagos parciales de amortización e intereses a lo largo de su vida, generalmente con una periodicidad mensual, la *duration* suele ser inferior al plazo del fideicomiso.

⁵ Tasa de interés por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos.

⁶ Llamamos plazo del fideicomiso financiero a la fecha teórica de pago del último cupón de los títulos emitidos.

El fideicomiso financiero permite acelerar el ciclo del flujo de fondos de distintos negocios, utilizando como base diversos activos agrupados y creando con ellos estructuras convenientemente aisladas para que aseguren un grado suficiente de garantías a las fuentes de financiamiento. Las mismas se alcanzan mediante la colocación de los títulos emitidos.

Las estructuras de pago que más frecuentes para los fideicomisos financieros que se emiten en Argentina son la secuencial y la semi-secuencial.

La primera se caracteriza porque primero se realizan pagos de interés y de capital a la clase de los valores fiduciarios de mayor *seniority*. Una vez cancelados, se continúa realizando los pagos de servicios de interés y capital de la clase siguiente en términos de *seniority*. Por último, se hará frente al pago de las utilidades de los certificados de participación.

En cambio, la alternativa semi-secuencial se caracteriza porque a medida que realiza los pagos de capital e interés de la clase más *senior*, efectúa los pagos de interés de la clase siguiente. En este caso también se llevará a cabo el pago de las utilidades de los certificados de participación luego de haber cancelado todas las clases de los valores fiduciarios.

4. Fondos de Inversión Directa

Dentro de las normas de CNV⁷ se encuentra prevista la posibilidad de constituir fideicomisos financieros como Fondos de Inversión Directa, un tipo especial de fideicomiso cuyo principal objetivo es el desarrollo de negocios de inversión colectiva en activos reales, como inmuebles, bienes muebles o participaciones de capital en sociedades cerradas.

Para poder constituir este tipo de fideicomisos financieros, se debe incluir como parte del contrato de fideicomiso un plan de inversión, de producción y estratégico directamente dirigido a la consecución de objetivos económicos. Éstos se realizarán a través de actividades productivas o de la prestación de servicios en beneficio de los tenedores de los valores negociables emitidos por el fideicomiso financiero.

5. Ventajas de los Fideicomisos Financieros

Las compañías que utilizan este tipo de estructuras como fuente de financiamiento generalmente comenzaron financiándose con fuentes tradicionales como aportes de capital de los accionistas y líneas de crédito provistas por diferentes bancos. Sin embargo, la elección de comenzar a financiarse en el mercado de capitales a través del fideicomiso financiero responde a una serie de ventajas para la compañía que compensan los altos costos de estructuración y el contexto regulado:

⁷ Normativa Sobre Fideicomisos Financieros De La Comisión Nacional De Valores, Resolución CNV 671/2016, CNV, 27 de julio de 2016.

- Permite transferir a terceros el riesgo implícito en los activos ilíquidos que se deciden securitizar y, de esta manera, recuperar la liquidez;
- El fideicomiso financiero permite obtener financiamiento a un costo menor al de fuentes de fondos tradicionales y suele obtener montos de financiamiento mayores;
- Mejora el calce de plazos y tasas entre activos y pasivos, debido a que los plazos de pago de los títulos emitidos pueden ajustarse a los vencimientos de los activos securitizados;
- Mejora los ratios de liquidez;
- Al ser un método de financiamiento *por fuera del balance*⁸ mejora los ratios financieros del originador ya que posibilita la obtención de fondos líquidos sin aumentar su pasivo;
- Los bienes fideicomitidos están separados del riesgo de la empresa que los originó, entonces, dependiendo de las características de los mismos, los títulos emitidos por el fideicomiso pueden tener una calificación de riesgo más alta que la correspondiente a la empresa;
- Es un mecanismo de financiamiento directo, debido a que los fondos provenientes de la colocación de los títulos en el mercado son captados por el fiduciante sin la intervención de intermediarios financieros;
- Permite que aquellas compañías que no pueden acceder a amplias líneas de crédito con bancos, por no contar con ratios adecuados en su balance, puedan conseguir financiamiento;
- Debido a su estructura, puede utilizarse para el financiamiento de proyectos de inversión específicos y para la refinanciación de pasivos existentes;
- Debido a que ante la emisión de un fideicomiso financiero los controles sobre los créditos securitizados aumentan, mejora la transparencia del negocio de quien los origina;
- Al mismo tiempo, las exigencias de reporte son menores que las de las compañías públicas⁹;

⁸ La financiación de una compañía a través de un fideicomiso financiero se suele llamar financiación *por fuera del balance* porque los créditos fideicomitidos son removidos del balance del fiduciante.

- Permite contar con plazos de financiamiento mayores a aquellos correspondientes a los activos que se securitizan;
- Contribuye a la compañía a superar restricciones contractuales relacionadas a otras fuentes de financiamiento¹⁰;

6. Riesgos

Los activos que van a ser fideicomitados pueden ya estar originados, como en el caso de los préstamos personales o de consumo, o pueden todavía no haber sido originados, como en el caso de una cartera de ventas futuras¹¹. Debido a su diferente naturaleza, estos activos no presentan los mismos riesgos. Los primeros se enfrentan a riesgos que están directamente relacionados a la performance de los créditos cedidos al fideicomiso. En cambio, los riesgos de los segundos están más relacionados con el comportamiento (i.e. performance) y las tareas que desarrolla el fiduciante.

La cartera de activos que ya fueron originados está principalmente expuesta a los siguientes riesgos:

- Inexistencia de recurso contra los fiduciantes y el fiduciario. Debido a que los activos fideicomitados se encuentran separados del patrimonio de estos participantes de la transacción, y a que los títulos que cotizan en el mercado son emitidos por el fideicomiso financiero, ante un incumplimiento en los pagos los inversores no pueden reclamar a esos participantes y embargar sus activos para poder cobrar la deuda que tienen con ellos.
- Riesgos asociados al comportamiento de los deudores de los créditos. La posibilidad de que los deudores de los créditos fideicomitados se atrasen en los pagos y generen que los niveles de morosidad crezcan, y que eventualmente se reconozca como incobrables a una serie de créditos que han sido incluidos en la cartera fideicomitada.

⁹ En Argentina las compañías públicas tienen que publicar los estados contables de manera periódica ante la CNV y el público inversor, en cambio es el fideicomiso y no el fiduciante quien tiene la obligación de presentar estos documentos de manera trimestral.

¹⁰ Debido a la existencia de determinados *covenants* relacionados a otros contratos, a veces una compañía no puede tomar deuda que supere un determinado ratio de Deuda/EBITDA. Entonces, con el fideicomiso financiero al ser un tipo de financiamiento *por fuera del balance* puede conseguir la liquidez necesaria para la compañía, al mismo tiempo que mejora sus ratios de endeudamiento y de liquidez.

¹¹ Cesión de cupones de tarjetas de crédito por ventas aún no producidas.

- Dependiendo del tipo de estructura de pagos del fideicomiso, existen títulos que están subordinados al repago de otros títulos de mayor *seniority*.
- Aplicación de disposiciones legales imperativas de protección al trabajador, como límites a los embargos de los sueldos.
- Aplicación de disposiciones legales imperativas de tutela al consumidor, como tasas máximas.

En cambio, los riesgos particulares a los que se enfrenta la cartera de créditos que van a ser originados en el futuro son los siguientes:

- Los créditos fideicomitados, que todavía no han sido originados, constituyen un recurso limitado y, en el futuro, podrían llegar a ser insuficientes para hacer frente al repago de los títulos emitidos.
- La demora en la originación y cesión de los créditos por parte del fiduciante podría afectar el repago de los títulos.
- La capacidad de la compañía para implementar la estrategia de negocios proyectada inicialmente resulta un elemento fundamental, el cual puede ser negativamente afectado por diversos factores, en muchos casos complicados de prever.
- La compañía enfrenta el desafío de asegurarse que seguirá teniendo ventas en el futuro que le permitan generar nuevos créditos.
- Los resultados trimestrales pueden fluctuar sustancialmente y esto puede afectar el cumplimiento de ciertos ratios técnicos.
- Los aumentos futuros en los costos de las materias primas y salarios pueden tener efectos adversos sobre los resultados económicos. Al mismo tiempo, los aumentos generalizados en los precios de los productos o servicios que provee la compañía puede hacer que disminuya el nivel de ventas en el futuro y, consecuentemente, el nivel de originación de nuevos créditos.
- La quiebra o terminación de las operaciones del fiduciante, lo cual no permitiría continuar originando créditos para repagar los títulos emitidos.

Sin embargo, existe un riesgo que comparten ambos tipos de fideicomisos financieros, el cual se conoce como riesgo de administración. Este tipo de transacciones suele tener una fuerte dependencia a la actuación del *servicer*, quien recibe directamente las cobranzas de

los créditos. La transacción va a estar expuesta a riesgo de fungibilidad durante el plazo que tiene el administrador de los créditos para depositar las cobranzas en la cuenta del fideicomiso, también conocida como cuenta fiduciaria.

Las estrategias de cobranzas y seguimiento de los deudores que lleve a cabo el servicer, son determinantes fundamentales para asegurar que el fideicomiso financiero tenga los medios necesarios para hacer frente al repago de los títulos en tiempo y forma. También, las políticas de detección y ataque de la mora temprana son fundamentales. Además, las políticas de originación que lleva a cabo el fiduciante constituyen un elemento clave para mitigar el riesgo de administración. Cuando los créditos se otorgan a deudores de alta calidad crediticia, con un amplio historial con la compañía y que presentan una solvencia comprobable, los niveles de morosidad de los créditos se reducen considerablemente.

La concentración geográfica de los deudores también es un riesgo que comparten ambos tipos de fideicomisos financieros. Por ejemplo, si el ingreso de los deudores depende de la actividad económica de una determinada región y sucede algo en la misma que hace que disminuyan los niveles de ingresos de la zona, es probable que los niveles de cobranza de la cartera de créditos con alto nivel de concentración en esa región se vean afectados.

También, en el caso que las cobranzas se realicen con débito directo de los salarios de los deudores, la concentración por agente de retención va a tener una importante incidencia en los niveles de morosidad de la cartera.

7. Mitigación de los Riesgos

La introducción de garantías adicionales y mejoras crediticias, o incluso la mejora de las existentes, permite disminuir el riesgo en un proceso de securitización. De esta manera, los costos financieros de la estructuración se reducen considerablemente. El aumento de las garantías se puede llevar a cabo internamente por parte del emisor o a través de agentes externos.

Mejoras Internas

- **Sobrecolateralización/Aforo**

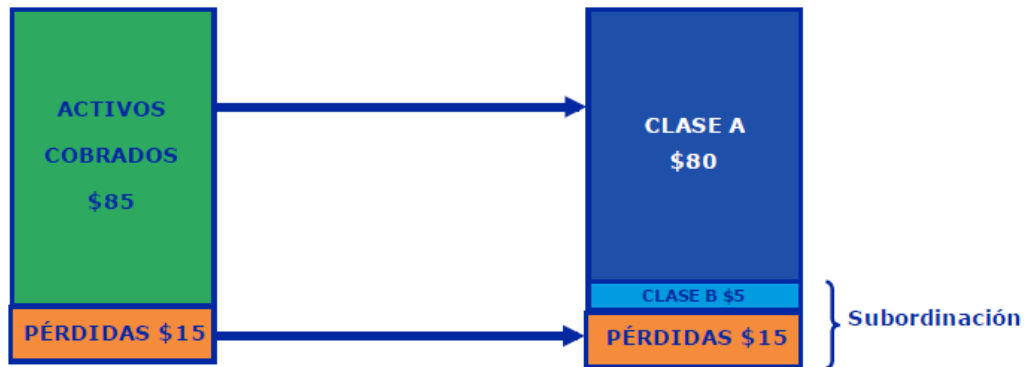
El monto de garantía es superior al monto de emisión, ya que se transfieren al fideicomiso una cantidad de créditos mayor a la necesaria para hacer frente al pago de los títulos y otras obligaciones. Es un mecanismo a través del cual se busca proteger los activos fideicomitados y constituye una garantía para cubrir posibles contingencias frente a los beneficiarios. Si al final de la vida de la transacción esos créditos no fueron utilizados, son recomprados por el fiduciante.

- **Subordinación**

Se emiten distintas clases de títulos con distintos niveles de riesgo y tasas de rendimiento. Los títulos senior generalmente son los primeros que se cobran y

reciben un rendimiento menor, en cambio, los títulos subordinados se van cobrando posteriormente de acuerdo con el grado de subordinación dentro de la cascada de pagos y reciben un rendimiento mayor, teniendo en cuenta el mayor riesgo que corren. El siguiente gráfico muestra la manera en la que se calcula el nivel de subordinación¹².

Gráfico 2: Subordinación



- **Exceso de flujo de caja**

El flujo de fondos estimado de los activos securitizados es superior al interés que pagan los títulos. El excedente es destinado a constituir un fondo de garantía. También, muchas de estas estructuras cuentan con fondos que se constituyen al comienzo de la vida de la transacción para hacer frente a costos específicos como impuestos, honorarios, costos de mantenimiento, entre otros.

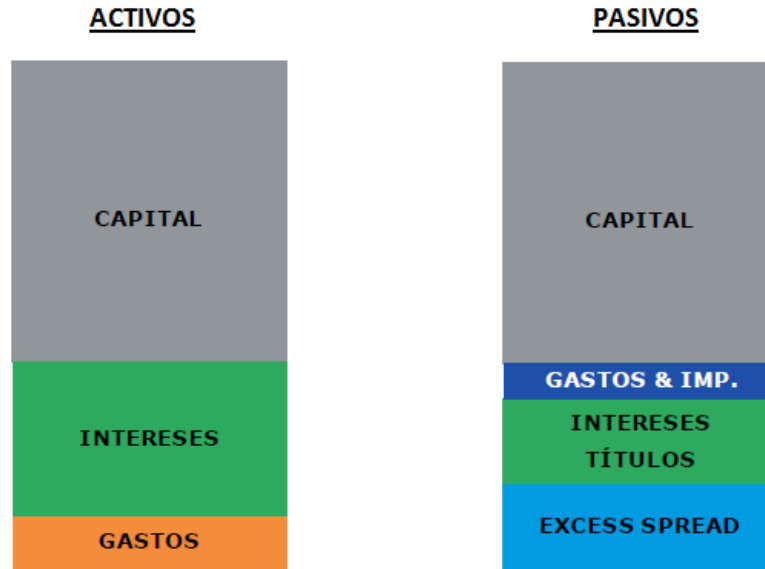
- **Excess Spread (Diferencial de Tasas)**

El *excess spread* es la diferencia entre la tasa de interés cobrada por los créditos securitizados y las tasas de interés que paga el fideicomiso a los títulos emitidos. Este elemento es típicamente una de las primeras defensas contra las posibles pérdidas que podría enfrentar la transacción. El siguiente gráfico ilustra cómo es el proceso de generación de *excess spread*¹³.

¹² Fuente: *Introducción a la Securitización*, Moody's Investors Service.

¹³ Fuente: *Introducción a la Securitización*, Moody's Investors Service.

Gráfico 3: Diferencial de Tasas



- **Back up servicer – Administrador sustituto**
La figura de administrador sustituto debe estar definida en el contrato. No necesariamente debe haber alguien designado, pero sí existir la figura. Además, se debe aclarar cuáles son los honorarios que se le pagarán.
- **Eventos Especiales**
De ocurrir alguno de los eventos especiales de la transacción, todos los fondos del fideicomiso y las cobranzas serán aplicadas al repago de los títulos, comenzando desde aquellos de mayor *seniority*.
- **Fondos de Gastos y de Reserva**
La constitución de fondos con destinos específicos al comienzo de la vida de la transacción constituye un elemento fundamental para asegurar una reserva en caso de ocurrir imprevistos en las cobranzas.

Mejoras Externas

- Seguros a los créditos fideicomitidos
- Seguros a los bonos

- *Letters of credit*
- Avales de terceros, como sociedades de garantía recíproca
- Fideicomisos de garantía constituidos dentro del fideicomiso original

8. Extinción del fideicomiso

El fideicomiso en general, y en particular el fideicomiso financiero, puede extinguirse ya sea por el cumplimiento del plazo establecido en el contrato, por alguna condición a la cual se hubiera sometido, por la revocación del fiduciante, de haberse incluido en los documentos legales, o por cualquier otra causa prevista en el contrato. Una vez producida la finalización del fideicomiso, el fiduciario está obligado a entregar los bienes fideicomitados al fideicomisario o a sus sucesores.

9. Documentos que respaldan la emisión

Al comenzar a estructurar este tipo de transacciones, generalmente se emite un Programa de emisión a partir del cual la CNV autoriza una determinada cantidad de emisiones, divididas en series, que pueden realizarse de un fideicomiso financiero. Además, el programa especifica el monto máximo de emisión y algunas condiciones generales que cada serie debe cumplir.

Además, para cada serie del fideicomiso financiero se va a presentar un contrato de fideicomiso que debe incluir la siguiente información¹⁴:

- La individualización de los bienes objeto del contrato.
- En caso de no ser posible la individualización de esos bienes a la fecha de celebración del contrato, se deberá incluir una descripción de los requisitos y características que deben reunir los mismos
- La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporado al fideicomiso.
- El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario (el cual no puede durar más de 30 años desde su constitución).
- El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso.
- Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo de ser necesario.

¹⁴ Argentina. *Ley N° 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción*, de 22 de diciembre de 1994.

- La individualización y descripción de el o los fiduciantes, el fiduciario y los beneficiarios o fideicomisarios, si los hubiere.
- El procedimiento de liquidación de los bienes, frente a la insuficiencia de los mismos para hacer frente al cumplimiento de los fines del fideicomiso.
- La rendición de cuentas del fiduciario a los beneficiarios.
- La remuneración del fiduciario.
- Los términos y condiciones de emisión de los certificados de participación y de los títulos representativos de deuda (emisor, tipo, número y valor nominal de los títulos, calificaciones de riesgo, precio y período de suscripción, forma de integración, entidad en la que cotizarán los títulos, lista y domicilio de los participantes de la transacción).

10. Costos y tratamiento impositivo de los fideicomisos financieros

Impuesto a las Ganancias

Los fideicomisos financieros son sujetos del impuesto a las ganancias con una alícuota del 35%, desde la celebración del contrato de fideicomiso. El fiduciario, en su carácter de administrador del patrimonio fideicomitado, es el encargado de hacer frente al impuesto que se devengue sobre el fideicomiso¹⁵.

La base imponible sobre la que debe tributar el fideicomiso financiero está conformada por las utilidades devengadas de los activos fideicomitados, neta de los gastos vinculados a la ejecución fiduciaria y de los intereses devengados relacionados con los valores fiduciarios.

Para determinar la ganancia neta de los activos fideicomitados, deberán considerarse las disposiciones que rigen la determinación de las ganancias de la tercera categoría. Dentro de éstas se encuentran comprendidas las ganancias obtenidas en el año fiscal y destinadas a ser distribuidas en el futuro durante el período de duración del contrato de fideicomiso, y las que en ese lapso se apliquen a la realización de gastos inherentes a la actividad específica del fideicomiso, que resulten imputables a cualquier año fiscal posterior comprendido en el mismo.

Además, para la determinación de la ganancia neta no serán deducibles los importes que correspondan ser asignados como distribución de utilidades. Sin embargo, la limitación

¹⁵ Argentina. *Ley N° 27.346 de Impuesto a las Ganancias*, 27 de diciembre de 2016.

mencionada no rige para aquellos fideicomisos financieros que se encuentren vinculados a la realización de obras de infraestructura relacionadas con la prestación de servicios públicos. En estos casos, el fiduciario, por cuenta del respectivo fideicomiso financiero, puede deducir todos los importes que se distribuyan en concepto de utilidades bajo los certificados de participación, siempre que el fideicomiso financiero cumpla con los siguientes requisitos:

- El fideicomiso financiero se debe constituir con el único fin de efectuar la titulación de activos homogéneos;
- Los activos homogéneos originalmente fideicomitados no deben ser sustituidos por otros tras su realización o cancelación, salvo colocaciones financieras transitorias efectuadas por el fiduciario o reemplazo de un activo por otro por mora o incumplimiento;
- Para instrumentos representativos de crédito, que el plazo de duración del fideicomiso guarde relación con el de cancelación definitiva de los activos fideicomitados;
- El beneficio bruto total del fideicomiso se integre únicamente con las rentas generadas por los activos fideicomitados o por las rentas que los constituyen y por las provenientes de su realización, y de las colocaciones financieras transitorias, admitiéndose que una proporción no superior al 10% de ese ingreso total provenga de otras operaciones realizadas para mantener el valor de dichos activos.

Impuesto al Valor Agregado (IVA)

La Ley de Impuesto al Valor Agregado especifica cuál es el tratamiento impositivo para los sujetos pasivos que realicen operaciones gravadas. Dentro de los sujetos pasivos están incluidos los agrupamientos no societarios y otros entes individuales o colectivos¹⁶. De esta manera, en la medida en que el fideicomiso financiero califique como sujeto del tributo y realice algún hecho imponible, deberá tributar el impuesto al valor agregado sobre la base imponible correspondiente, salvo que proceda la aplicación de una exención.

De acuerdo con la Ley 24.441, las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación de los valores fiduciarios, así como también las correspondientes a sus garantías, están exentas del IVA, siempre y cuando los títulos sean colocados por oferta pública. Además, la ley aclara que a los efectos del IVA, cuando los activos fuesen créditos, las transmisiones a favor del

¹⁶ Argentina. *Ley N°27.273 de Impuesto al Valor Agregado*, 7 de septiembre de 2016.

fideicomiso no constituirán prestaciones o colocaciones financieras gravadas. Por último, dicho artículo dispone que cuando el crédito cedido incluya intereses de financiación, el sujeto pasivo del impuesto continuará siendo el fiduciante, salvo que el pago deba efectuarse al mismo, en cuyo caso será quien lo reciba el que asumirá la calidad de sujeto pasivo. En caso de verificarse esta situación, simultáneamente a la ausencia de débitos fiscales por otras operaciones, los créditos fiscales derivados de las compras de bienes o contrataciones de servicios no resultarán computables.

Si bien el fideicomiso podrá computar como crédito fiscal el IVA abonado por los servicios o prestaciones contratados por el fiduciario respecto de cada fideicomiso financiero (como auditores, asesores legales del fiduciario y compras realizadas por el fideicomiso) la utilización de los créditos fiscales quedará supeditada a la vinculación de esos créditos con la realización de las actividades gravadas del fideicomiso, y a la generación de débitos fiscales por parte del fideicomiso por otras operaciones distintas de los intereses de financiación de los créditos.

En el caso que corresponda, la alícuota general del IVA para el fideicomiso financiero es del 21%.

Impuesto sobre los Bienes Personales

Los fideicomisos financieros no son sujetos del Impuesto sobre los Bienes Personales.

En el año 2008 se introdujeron modificaciones a la Ley de Impuesto sobre los Bienes Personales, entre las cuales se estableció la figura de responsable sustituto para los fideicomisos no financieros. De esta manera, los bienes cedidos a este tipo de fideicomisos no forman parte de la base imponible de los fiduciantes. Sin embargo, los últimos cambios en la ley no modificaron la situación de los fideicomisos financieros en este sentido, los cuales continúan sin ser responsables sustitutos del Impuesto sobre los Bienes Personales.

Impuesto sobre los Débitos y Créditos Bancarios

La ley 25.413¹⁷ dispuso la creación de un impuesto a aplicar sobre los débitos y los créditos en cuentas bancarias. Esas operaciones constituyen el hecho imponible principal de este impuesto y las entidades financieras actúan como agentes de liquidación y percepción del mismo. Recientemente, la vigencia de este impuesto fue prorrogada hasta Diciembre de 2017.

Las cuentas fiduciarias se encuentran gravadas por el impuesto a los débitos y créditos bancarios, salvo que cumplan con los siguientes requisitos:

¹⁷ Argentina. Ley N° 25.413 de Competitividad, 24 de marzo de 2001.

- No se cambien los activos originalmente fideicomitados, salvo colocaciones financieras transitorias con el producido de su realización o cancelación para administrar el dinero a distribuir o pagar las obligaciones del Fondo Fiduciario, o en los casos de reemplazo de un activo por otro por mora o incumplimiento.
- En los instrumentos de crédito, que la duración del fideicomiso se relacione con el de cancelación definitiva de los bienes fideicomitados.
- El beneficio bruto total del Fondo se integra sólo por rentas generadas por activos fideicomitados y por las provenientes de su realización, y de las colocaciones financieras transitorias, no pudiendo más del 10% del ingreso total provenir de otras operaciones realizadas para mantener el valor de dichos activos.

Teniendo en cuenta estos puntos, solamente las cuentas fiduciarias de aquellos fideicomisos financieros que tengan una estructura *revolving* serán objeto de este impuesto.

Impuesto sobre los Ingresos Brutos

El Impuesto sobre los Ingresos Brutos es un tributo provincial, es decir, recae sobre el ejercicio de una actividad dentro de alguna de las provincias o de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Es importante tener en cuenta que las legislaciones fiscales locales no contienen normas específicas relacionadas con el tratamiento de los fideicomisos financieros. Sin embargo, los patrimonios destinados a un fin determinado, cuando sean considerados por las normas tributarias como unidades económicas para la atribución del hecho imponible, se encuentran comprendidos dentro de la enumeración de sujetos de este impuesto.

Además, la base imponible estará determinada por los ingresos del fideicomiso, los cuales se asocian con el devengamiento de intereses de la cartera fideicomitada y los rendimientos provenientes de inversiones transitorias.

Costos del Fideicomiso Financiero

Además de los impuestos mencionados anteriormente, el fideicomiso financiero tiene que hacer frente a costos iniciales, relacionados con la estructuración de la transacción, y costos de mantenimiento, relacionados con el seguimiento y la administración de la estructura.

Dentro de los costos iniciales, el fideicomiso financiero debe hacer frente a los honorarios de los asesores financieros y estructuradores quienes son los encargados de elaborar la estructura de la transacción y, conjuntamente con el fiduciante, planifican la estrategia de financiamiento de la compañía originadora de los créditos que se van a securitizar.

Además, dentro de la etapa inicial del proceso, el fideicomiso debe hacerse cargo de los honorarios del fiduciario financiero, quien será el encargado de administrar la estructura, y

de los asesores legales de la transacción, quienes son los responsables de colaborar con el armado de los documentos legales y de la elaboración de la opinión legal que asegura la venta verdadera de los créditos a securitizar.

Además, dentro de esta etapa generalmente se realiza el *due diligence* de la cartera a securitizar, para asegurar que los créditos efectivamente existan y que cumplan con los criterios de elegibilidad detallados en los documentos legales de la transacción. Este *due diligence* es realizado por auditores independientes.

Asimismo, el fideicomiso financiero debe afrontar los costos relacionados a la presentación de la documentación necesaria ante la CNV y al seguimiento de los trámites necesarios para la oferta pública de los títulos. Por otra parte, el fideicomiso financiero debe hacerse cargo de los honorarios de la agencia calificadora de riesgo que es la cual proveerá de la calificación de riesgo de los títulos que se colocarán en el mercado, indicando el riesgo crediticio que presentan los mismos.

Por último, dentro de los costos iniciales, el fideicomiso debe enfrentar los costos relacionados al proceso de colocación de los títulos en el mercado.

Con respecto a los costos de mantenimiento de la transacción, el fideicomiso financiero debe tener en cuenta que tendrá que continuar haciéndose cargo de los honorarios del fiduciario y de la calificadora de riesgo, hasta el momento de liquidación de la transacción.

Además, tiene que hacer frente a los honorarios de administración de los créditos. Como fue mencionado previamente, en la mayoría de los casos el fiduciante es el encargado de administrar los créditos, hacer el seguimiento de los deudores, implementar políticas de cobranza efectivas y tomar medidas ante el surgimiento de niveles de morosidad fuera de los proyectados. Muchas veces, cuando el fiduciante es también el *servicer* de la transacción, el contrato de fideicomiso establece que el mismo va a renunciar recibir esos honorarios durante la vida de la transacción. Sin embargo, en aquellos casos donde el *servicer* no renuncia a sus honorarios o si se trata de un servicio tercerizado, el fideicomiso financiero tiene que contemplar estos costos de mantenimiento de la transacción. Además, si el *servicer* llegara a ser removido de su cargo, el fideicomiso debe tener en cuenta que deberá contemplar los gastos que implique su reemplazo y la comisión del administrador sustituto, indicada en los documentos legales.

Asimismo, el fideicomiso financiero debe hacerse cargo de los honorarios del Agente de Control y Revisión, encargado de monitorear los reportes mensuales que presentan la información de la cartera de créditos securitizados.

Por último, el fideicomiso deberá hacer frente a los costos relacionados con el pago de los títulos durante la vida de la transacción y a su liquidación.

11. Inversores

El fideicomiso financiero es un instrumento que le permite al inversor participar de un proyecto o de un cobro futuro determinado a través de una colocación de deuda o de una participación del capital.

De esta manera, invirtiendo en los títulos de deuda emitidos por el fideicomiso, el inversor presta dinero con el objetivo de adelantar fondos para la realización de un proyecto, para financiar capital de trabajo, para refinanciar pasivos o para mejorar los ratios de liquidez de una compañía. Durante el período de vigencia y hasta el vencimiento del título, el inversor irá recibiendo la devolución del dinero invertido más una tasa de interés previamente determinada.

El fideicomiso financiero emite distintas clases de títulos de deuda que tienen distinta prioridad de pago. Aquellas clases que se encuentran subordinadas al repago de otras, al ser considerados más riesgosos, pagarán una tasa de interés más elevada. Además, si el inversor quiere asumir un riesgo aún mayor, puede participar de las utilidades invirtiendo en certificados de participación del fideicomiso. Con estos últimos, el inversor asume el riesgo más alto del proyecto pero también participa de las ganancias que éste genera.

Las principales ventajas de los inversores que deciden participar adquiriendo títulos de deuda emitidos por los fideicomisos financieros son las siguientes:

- La constitución de un patrimonio fideicomitado hace que sea una inversión de riesgos bajos, debido a que el patrimonio securitizado se encuentra aislado del patrimonio del fiduciante y del fiduciario, no pudiendo ser atacado por los acreedores de ambos;
- Existen diversos tipos de títulos según el perfil del inversor, con diversas condiciones de emisión que incluyen plazos, niveles de subordinación, garantías, tasas y tipos de estructuras diferentes;
- Los títulos de deuda emitidos por un fideicomiso financiero pueden tener una calificación de riesgo superior a la calificación de la entidad que origina los créditos que se securitizan. Esta calificación sirve de guía al momento de analizar la relación entre el rendimiento y el riesgo de la inversión.
- Los títulos de deuda emitidos por un fideicomiso financiero y que cuentan con autorización de oferta pública pueden obtener beneficios impositivos.

- A diferencia de las inversiones en bonos corporativos o en acciones, la evaluación del riesgo crediticio de los valores fiduciarios por parte de los potenciales inversores es más sencilla debido a que los activos que respaldan la emisión se encuentran aislados del riesgo de la compañía que los origina.

En la actualidad los principales inversores en títulos emitidos por los fideicomisos financieros son compañías de seguros, los fondos comunes de inversión, la ANSES¹⁸, las grandes empresas y, en menor medida, los bancos y algunos inversores minoristas.

Con respecto a los Certificados de Participación, en la mayoría de los casos es el fiduciante quien los retiene ya que debido a su alto nivel de riesgo y a que solamente tienen participación en las utilidades del fideicomiso una vez que todas las clases anteriores fueron completamente pagadas, no suelen ser tan atractivos para los inversores del mercado argentino.

¹⁸ Administración Nacional de la Seguridad Social.

III. Tarjetas de Crédito Regionales de Argentina

1. Tarjetas de Crédito: Definición y Funcionamiento

De acuerdo con la Ley 25.065, se denomina tarjeta de crédito al instrumento material de identificación del usuario, que puede ser magnético o de cualquier otra tecnología, emergente de una relación contractual previa entre el titular y el emisor¹⁹.

El mercado de tarjetas de crédito en Argentina tuvo un importante desarrollo durante la década del 90 relacionado principalmente a la estabilidad macroeconómica y a la apertura de capitales que se llevó a cabo en el país. Los principales impulsores del sistema fueron los bancos comerciales.

Más adelante, la crisis económica que enfrentó el país entre los años 2001 y 2002, dio lugar al surgimiento de tarjetas de crédito emitidas por bancos regionales o entidades financieras sin respaldo bancario. En la actualidad, el sistema de tarjetas de crédito continúa en desarrollo con la incorporación de nuevos participantes al mercado.

En el mercado de tarjetas de crédito, el propietario de la marca otorga licencias para emitir tarjetas o para adquirir comercios y, a cambio, quienes disponen de la licencia pagan una tarifa por esa utilización. Cuando el usuario de la tarjeta de crédito hace una compra con la misma en un comercio, el pago lo realiza a través del emisor de su tarjeta. Luego de la fecha de cierre, que suele ser mensual, el usuario paga al emisor el precio del producto más un cargo que el emisor le cobra por la tenencia y/o el uso de la tarjeta. Posteriormente, el emisor transfiere el pago al adquirente, luego de descontar la tasa de intercambio. Finalmente, el adquirente transfiere el pago al comercio, luego de aplicar una tasa de descuento o arancel.

La tarjeta de crédito cumple dos funciones principales por las cuales son utilizadas por los consumidores.

En primer lugar, constituye un medio de pago, y como tal es sustituto del efectivo, de la tarjeta de débito y del cheque. Además, permite reducir las tenencias de efectivo y es un medio indispensable para efectuar determinadas operaciones como compras telefónicas o por medios electrónicos.

En segundo lugar, la tarjeta es un instrumento de crédito. De esta manera, ofrece líneas de crédito flexibles, tanto en términos de uso como en términos de pago, y generalmente no requiere de garantías para el otorgamiento del crédito. Entonces, la tarjeta de crédito

¹⁹ Argentina. *Ley N°25.065 de Tarjetas de Crédito*, 7 de diciembre de 1998.

identifica y autoriza al tarjetahabiente a utilizar una cantidad limitada de recursos para pagar por la compra de bienes y servicios en establecimientos que la acepten, o a obtener préstamos o anticipos de dinero en efectivo.

Las tarjetas de crédito otorgan tres posibilidades de financiación:

1. Cancelar parcialmente el saldo adeudado en el resumen de cuenta mensual, para lo cual la entidad emisora establece un monto denominado pago mínimo, el cual puede ser abonado por el consumidor dejando el saldo residual para ser financiado hasta su liquidación.
2. Obtener préstamos y anticipos de dinero en efectivo.
3. Efectuar consumos en cuotas en comercios que carecen de líneas de crédito propias y/o en aquellos que acepten la tarjeta como medio de pago. Los comercios transfieren el riesgo de incobrabilidad a la entidad emisora de la tarjeta de crédito, la cual posee una adecuada estructura para la asignación y el monitoreo del crédito.

2. Sistema de Tarjeta de Crédito

Se entiende por sistema de tarjeta de crédito al conjunto complejo y sistematizado de contratos individuales cuya finalidad es posibilitar al usuario la realización de operaciones de compra de bienes y servicios, obtener préstamos y anticipos de dinero en los comercios adheridos, diferir para el titular responsable o financiar los pagos a fecha pactada, y abonar a los proveedores de bienes o servicios los consumos del usuario en los términos establecidos.

El alcance del sistema de tarjetas de crédito está caracterizado por dos factores:

- **La densidad de la red**

Está dada por el número de comercios afiliados dentro de un límite geográfico específico. Cuanto mayor sea la densidad de la red, mayor será el interés del consumidor en obtener una determinada tarjeta de crédito. De la misma manera, los comercios se incorporan teniendo en cuenta el número de tarjetas emitidas por el sistema. Consecuentemente, existe una mutua dependencia entre la demanda de tarjetas y la aceptación de las mismas por parte de los comercios.

- **La extensión geográfica**

La extensión geográfica tiene que ver con ser un sistema regional, nacional o internacional.

En la actualidad en Argentina existen 122 emisores de tarjetas de crédito registrados ante el Banco Central de la República Argentina (BCRA), de los cuales 30 pertenecen a compañías

que están asociadas a un banco o tienen algún tipo de respaldo bancario²⁰. Aunque durante los últimos años se está haciendo énfasis en la necesidad de bancarizar a la población debido a que contribuye a la inclusión social (posibilidad de planificar consumos y ahorros, acceder a promociones, ahorro en los costos de financiación), a tener un impacto macroeconómico positivo (aumento del ahorro nacional, mayores inversiones, blanqueo de la economía, fortalecimiento del sistema financiero), y a contar con información para que los encargados de desarrollar las políticas económicas puedan hacerlo en base a datos representativos (información actualizada, eficiencia en el uso del gasto público, mayor recaudación), todavía hay una gran cantidad de consumidores que no pueden acceder a fuentes de financiamiento relacionadas, directa o indirectamente, con bancos.

Sin embargo, en Argentina, los consumidores también pueden acceder al financiamiento de sus consumos diarios a través de plásticos que se conocen como Tarjetas de Crédito Regionales. Este medio de pago ha comenzado a tener fuerza una vez superada la crisis económica de 2001 - 2002, y ha tenido un gran avance durante los últimos años gracias a las políticas de fomento al consumo que llevadas a cabo por el gobierno anterior.

3. Características de las Tarjetas de Crédito Regionales

Las compañías de tarjeta de crédito regionales son instituciones financieras no bancarias, que se encuentran reguladas por el BCRA y por la Ley 25.065 promulgada en Enero de 1999. Su estrategia de negocios está focalizada en el financiamiento del consumo mediante la utilización de tarjetas de crédito dentro de una zona o región particular de la República Argentina.

Los usuarios de las tarjetas de crédito regionales son principalmente trabajadores autónomos o empleados de tiempo completo, ya sea en el sector público como en el privado, que buscan financiar una serie de consumos básicos a través de la utilización de estas líneas de crédito. Este tipo de tarjetas están dirigidas a un segmento de la población que se caracteriza por su escaso porcentaje de bancarización y su bajo nivel de ingresos. Debido a esto, el límite de crédito que se le asigna al tarjetahabiente que inicia sus operaciones con una compañía de este tipo por primera vez suele ser bajo y no llega a superar el equivalente a su nivel de ingreso mensual.

Además, las tarjetas de crédito regionales fomentan el desarrollo de las economías locales debido a que ofrecen financiamiento a sectores socioeconómicos que, de otra manera, no podrían acceder al él. Además, durante los últimos años aumentaron su presencia en el mercado local gracias a diferentes estrategias como alianzas con comercios y negocios provinciales o regionales para ofrecer promociones, descuentos y planes de pago con intereses muy bajos e incluso en algunos casos sin interés.

²⁰ Fuente: BCRA.

4. Modelo de Negocios de las Tarjetas de Crédito Regionales

Las compañías de tarjetas de crédito regionales tienen como negocio principal el financiamiento de consumos diarios o cotidianos de un segmento de la población que posee ingresos medios y bajos con poco acceso al financiamiento bancario. Además, estas compañías suelen otorgar también préstamos personales, permitir retiros de efectivo y la realización de débitos automáticos para el pago de servicios.

Por otra parte, estas empresas suelen estar basadas en una ciudad importante o capital del interior del país, operando también en otras ciudades dentro de esa misma región a través de sucursales en los distintos centros comerciales de cada ciudad.

A continuación se describirán una serie de características que permiten identificar el modelo de negocios de este tipo de compañías, de aquel desarrollado por compañías de tarjetas de crédito internacionales o respaldadas por bancos.

En primer lugar, las compañías de tarjetas de crédito regionales tienen un contacto directo y fluido con sus clientes, debido a que el tipo de clientes con los cuales trabaja suele tener la costumbre de dirigirse personalmente a las sucursales de la entidad crediticia para cancelar mensualmente los saldos de su tarjeta. A pesar de trabajar con agentes de cobro complementarios que permiten realizar pagos de manera online, a través de cajeros automáticos o en las sucursales de cada uno de los agentes de cobro complementarios, los usuarios deciden acercarse a la sucursal de la tarjeta de crédito para realizar sus pagos. Además, estas compañías exigen que, al momento de solicitar una ampliación de los límites de crédito o de renovar un préstamo personal, los clientes provean información y documentación actualizada sobre su situación laboral, financiera y de contactos. Esta situación les permite contar con información de contacto actualizada y mantener su base de datos al día. Esta posibilidad de contar con información actualizada de manera inmediata es fundamental tanto para el desarrollo de campañas publicitarias y de marketing que resulten exitosas, como para gestionar de manera eficiente la cobranza y la morosidad en todas sus etapas.

En segundo lugar, las compañías de tarjeta de crédito cuentan con departamentos de cobranza y gestión de mora que, junto con los sectores comercial y de otorgamiento de tarjetas, trabajan de manera conjunta y coordinada para alcanzar los niveles de cobranza esperados y reducir los niveles de morosidad. Además, estos sectores de la compañía trabajan diariamente en un proceso de educación del deudor que les permite ayudarlos a entender cómo funciona la tarjeta de crédito, cómo leer e interpretar los distintos conceptos del resumen, entender las fechas de vencimiento y cuál será la penalización por falta de pago de la deuda. La explicación de la dinámica de funcionamiento de las tarjetas de crédito es un factor fundamental para el proceso de gestión de cobranza y mora debido a que para muchos de los clientes de estas compañías esta tarjeta de crédito es el primer

plástico que poseen en su vida y, como fue mencionado anteriormente, es un público con niveles de bancarización bajos.

Por otro lado, otro elemento que contribuye a mantener la buena performance de las carteras de tarjetas de crédito regionales es la política de pago mínimo. Generalmente, los montos de pago mínimo de estas tarjetas se encuentran entre un 40% y un 70% del saldo exigible, lo cual representa un alto porcentaje del saldo total resumido. También existen casos donde no aplican la política de pago mínimo y la totalidad del saldo resumido se considera exigible para no caer en los estratos de morosidad. Debido a que las compañías de tarjetas de crédito regionales, a diferencia de aquellas relacionadas con entidades bancarias, no poseen el respaldo suficiente como para incrementar la rentabilidad de su negocio a través de la gestión de intereses compensatorios o punitivos, suelen concentrar todos sus esfuerzos en la educación de los deudores para que entiendan cómo es el funcionamiento de este tipo de financiamiento y posibilitar que cumplan con sus pagos en tiempo y forma. Además, comenzar a implementar el negocio de intereses compensatorios o punitivos podría poner en riesgo la cultura de pago adquirida por sus clientes hasta el momento.

Junto con la política de pago mínimo, el establecimiento de límites de crédito es una herramienta clave para este tipo de compañías. Generalmente, los clientes nuevos reciben su primera tarjeta con un límite de crédito bajo. A medida que van utilizándola y van realizando los correspondientes pagos en tiempo y forma, su límite se va ajustando teniendo en cuenta su historial de pagos e ingresos. Debido a los altos niveles de inflación de los últimos años, los ajustes salariales que en la mayoría de los casos no lograron compensarlos, y la limitada capacidad de fondeo de este tipo de compañías, las tarjetas de crédito han dejado de realizar aumentos a los límites de crédito de manera automática anualmente. De esta manera, el aumento de los toques de financiamiento solamente fue otorgado a aquellos clientes con buenos comportamientos históricos de pago.

El tipo de consumos que realizan los tarjetahabientes también constituye un elemento fundamental para comprender el buen comportamiento de las carteras de créditos de estas compañías. La mayoría de los consumos se realizan en supermercados, indumentaria y construcción. Es importante resaltar que cuanto más básico o necesario es el tipo de consumo que se realiza, mayor es la preocupación de los clientes por cuidar su fuente de consumo que, en la mayoría de los casos, es la única o la principal con la que cuentan. Entonces, podemos entender este modelo de negocios como generador de una cultura de pago donde el cliente devuelve la confianza que tuvo la compañía al otorgarle una tarjeta de crédito, con el cumplimiento de sus compromisos asumidos.

Por últimos, es importante destacar que las compañías de tarjetas de crédito regionales llevan a cabo políticas de originación conservadoras, lo cual favorece el buen desempeño de sus carteras de créditos. Generalmente, este tipo de compañías tienen un proceso de alta

de nuevos clientes que suele ser muy estricto. La documentación requerida para solicitar este tipo de plásticos debe ser actualizada y servir para poder constatar los ingresos que el solicitante percibe de manera regular. Por ejemplo, en el caso de empleados en situación de dependencia, suele ser necesario que presenten los últimos recibos de sueldo, y para los trabajadores autónomos se suele solicitar los últimos comprobantes de pagos de los impuestos correspondientes a cada categoría de contribuyente. Además, los legajos de los solicitantes incluyen otro tipo de documentación que pueda llegar a comprobar otro tipo de ingresos que la persona pueda percibir mensualmente.

Otro componente muy importante es la información de contacto actualizada. Además de solicitar datos como dirección y teléfono personal, dirección y teléfono laboral, y facturas de servicios públicos, la comprobación y verificación de los datos, principalmente del domicilio, suele ser un requisito para obtener la tarjeta. De esta manera, la compañía se asegura que los datos de contacto son verdaderos y serán de utilidad de ser necesario contactar al cliente, ya sea para reclamar algún pago o para recordarle que su resumen está por vencer.

La mayoría de las compañías de tarjetas de crédito regionales se caracterizan por tener niveles de morosidad bajos. Esto se debe por un lado a que para este tipo de clientes esa tarjeta que posee suele ser una de las pocas, sino la única, fuente de financiamiento con la que cuentan y generalmente la utilizan para financiar consumos diarios o cotidianos. De esta manera, los clientes se concentran en cuidar esta fuente de financiamiento ya que, de no cumplir con los pagos en tiempo y forma, el acceso al crédito, los límites de consumo y la posibilidad de pagar en plazos se verán considerablemente limitados. Por otro lado, durante los últimos años estas compañías han implementado una estrategia para prevenir el aumento de los niveles de morosidad, comunicándose con sus clientes antes del vencimiento de sus resúmenes. De esta manera, suelen recordarles cuándo es el vencimiento de sus resúmenes y pueden saber con anticipación si el cliente tiene algún tipo de inconveniente para saldar su deuda. Generalmente, si observan que se produce esta situación, intentan determinar con el cliente cuál es la mejor manera para hacer frente a sus pagos y explican cómo funciona la política de pago mínimo.

De esta manera, las compañías de tarjetas de crédito regionales en los últimos años han invertido en el desarrollo de sistemas internos de gestión para poder anticipar el comportamiento de sus clientes. Además, han complementado el desarrollo de estas estrategias con la utilización de sistemas de scoring externos y referencias comerciales de las regiones donde operan.

5. Calificación Crediticia de los Clientes

Para evaluar la calidad crediticia de los clientes de las tarjetas de crédito y, en especial de tarjetas de crédito regionales, estas compañías realizan el análisis del historial de pagos para

sus clientes y consultan bases de datos de *credit scoring* para el caso de potenciales clientes nuevos. Las bases de datos de mayor consulta para las tarjetas de crédito regionales en Argentina son *Nosis* y *Veraz*, las cuales incluyen información de deudas impagas que el cliente pueda llegar a tener con otras tarjetas de crédito, con compañías que otorgan préstamos personales, con instituciones bancarias o información sobre otras obligaciones que puedan afectar la capacidad crediticia del deudor.

Las compañías de *credit scoring* utilizan datos del historial crediticio de los deudores y distintas técnicas estadísticas. De esta manera, en base a una serie de características económicas y sociales, y a conductas pasadas de los deudores, construyen una calificación que permite ordenar a los solicitantes de crédito en diferentes categorías de acuerdo a su riesgo potencial y a su capacidad de pago.

De esta manera, las tarjetas de crédito regionales se valen de estas calificaciones para distinguir entre buenos y malos deudores. Esto les permite mitigar el riesgo de selección adversa y otorgar diariamente una gran cantidad de líneas de crédito pequeñas, sin necesidad de conseguir garantías y sin incurrir en altos costos de evaluación individual de riesgo.

6. El Debate por las Comisiones: Comercios vs. Tarjetas de Crédito Regionales

Posiciones Enfrentadas

La Ley de Tarjetas de Crédito²¹ es la legislación encargada de determinar cuáles son las comisiones que pueden cobrar las compañías que emiten tarjetas de crédito, tanto regionales como aquellas con soporte bancario, y la tarjetas de débito que operan en la República Argentina.

En la actualidad la ley establece que, en primer lugar, el emisor de la tarjeta de crédito no puede fijar aranceles diferenciados en concepto de comisiones o cualquier otro cargo, entre comercios que pertenezcan a un mismo rubro o que comercialicen bienes o servicios iguales o similares.

En segundo lugar, la Ley de Tarjetas de Crédito de Argentina aclara que el tope máximo de comisión que la tarjeta de crédito puede aplicar a los comercios es de un 3% sobre las liquidaciones presentadas por el comercio. En cambio, la comisión establecida para las tarjetas de débito es de un máximo de 1,5%.

Por último, la ley vigente también aplica un límite a los intereses compensatorios o financieros que el emisor aplica al titular, los cuales no pueden superar en más del 25% a la tasa que el emisor aplique a las operaciones de préstamos personales para sus clientes en el

²¹ Argentina. *Ley N°25.065 de Tarjetas de Crédito*, 7 de diciembre de 1998.

caso de emisores bancarios, y al promedio de tasas del sistema para operaciones de préstamos personales publicados del día uno al cinco de cada mes por el BCRA para emisores no bancarios.

De esta manera, podemos observar que el esquema de intereses máximos aplicados al titular de la tarjeta de crédito difiere teniendo en cuenta si el emisor es una entidad bancaria o no, aunque suelen ser una barrera equivalente para ambos tipos de instituciones financieras. Sin embargo, el límite máximo de comisiones que pueden cobrar las compañías emisoras de tarjetas de crédito a los comercios adheridos no realiza la misma distinción.

Durante el último año, La Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) y la Cámara Argentina de Comercio y Servicios (CAC) han estado llevando a cabo una campaña con el objetivo de modificar la ley que especifica las comisiones máximas que las tarjetas de crédito pueden cargar a los comercios. La propuesta que están llevando a cabo conjuntamente la CAME y la CAC busca reducir esas comisiones considerablemente en base a que afirman que los excesivos montos que los comercios transfieren a las compañías de tarjetas de crédito le quitan liquidez y capital de trabajo.

Además, los comercios deben afrontar otros gastos como las deducciones impositivas de carácter nacional (Impuesto al Valor Agregado e Impuesto a las Ganancias) y el porcentaje aplicable por el Impuesto a los Ingresos Brutos, dependiendo de la jurisdicción en la que estén inscriptos.

Al mismo tiempo, los bancos, que en muchos casos son los emisores de esas tarjetas de crédito, le cobran a los comercios otros costos para sostener la cuenta con la que utilizan las tarjetas, los cuales aumentan sus costos fijos totales.

Por otra parte, tanto la CAME como la CAC aseguran que Argentina es uno de los países que presenta las comisiones de tarjetas de crédito y débito más altas en el mundo²². Incluso dentro de la región, afirman que son considerablemente más altas que el resto de los países.

Por último, su argumento a favor de reducir las comisiones está basado en la posición dominante que actualmente ejerce la tarjeta VISA en el mercado de tarjetas de crédito.

Según un informe llevado a cabo por la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia (CNDC) la compañía Prisma posee una posición dominante, y está haciendo abuso de la misma, debido a que la empresa es propiedad de 14 bancos y procesa las transacciones de la tarjeta de crédito VISA, lo cual representa el 60% de las operaciones del mercado y que alcanza los 24.500 millones de pesos al año. De este total, los comercios pagan a Prisma el 3% del monto de las transacciones, que representa más de 8.000 millones de pesos al año. Además, la compañía también financia y fija las tasas de interés en el sistema de pago en

²² Ejemplos de comisiones de tarjetas de crédito en otros países: 0,50% en España, 0,90% en Grecia, 0,95% en Italia, desde 1,5% a 2% en Perú, 1,30% en Brasil y Chile, y 1,2% en Colombia.

cuotas. Debido al abuso de posición dominante que la CNDC encontró a partir de su investigación, sugirió a la Secretaría de Comercio modificar las regulaciones basándose en el argumento que los bancos privados cobran una tasa por emitir la tarjeta, por el uso del plástico y por la utilización de las lectoras de tarjetas de crédito.

Por otra parte, la CNDC también estableció en su informe que el mercado de tarjetas de crédito y medios de pago electrónicos de Argentina presenta falta de competencia en el financiamiento para el consumo, falta de transparencia explicada por el costo de financiamiento encubierto, comisiones altas para comercios grandes y retraso tecnológico, ya que se evidencia una demora en la introducción de medios de pago electrónicos.

En base a su campaña, la propuesta conjunta presentada por la CAME y la CAC para modificar la Ley 25.065 consiste en disminuir las comisiones cobradas por las tarjetas de crédito a un máximo de 1,5% y quitarlas completamente para las tarjetas de débito.

Ante el avance de esta propuesta, la Cámara de Emisores Regionales de Tarjetas de Crédito y Consumo No Bancarias (Certacyc) se manifestó en contra de la campaña que está siendo llevada a cabo en la actualidad por las entidades representantes de los comercios.

La Certacyc es una entidad que nuclea 23 empresas emisoras de tarjetas de crédito regionales, tiene presencia en casi todas las provincias de la República Argentina a partir de las casas centrales y las más de 300 sucursales de las compañías emisoras, y se ocupa de representar los intereses de este tipo de compañías en distintos ámbitos. De acuerdo con los datos publicados por esta entidad, en la actualidad este tipo de compañías emplea a más de 3.000 personas y poseen poco más de 700.000 usuarios activos de tarjetas de crédito regionales, cuyos resúmenes de cuenta totalizan alrededor de ARS 1.000.000 mensuales²³.

De acuerdo a las declaraciones de los representantes de la Certacyc, la iniciativa que llevan a cabo la CAME y la CAC no contempla la realidad de las compañías de tarjetas de crédito regionales, para las cuales los aranceles que se pretenden disminuir constituyen la única fuente de ingreso que perciben estas compañías de los comercios a los cuales facilitan las ventas.

Además, la propuesta no contempla la posición dominante que desde hace varios años tiene la tarjeta VISA en el mercado de tarjetas de crédito y, según los representantes de Certacyc, de aprobarse esa modificación de la ley no contribuirá a combatir la falta de competencia que en la actualidad existe en este mercado y dificultará el ingreso de nuevos competidores.

En la actualidad en Argentina existen 122 emisores de tarjetas de crédito, de los cuales únicamente 30 son bancarios o tienen algún tipo de respaldo de un banco²⁴. Debido a esta

²³ <http://www.certacyc.com.ar>

²⁴ Fuente: BCRA.

realidad, la Certacyc afirma que la iniciativa presentada ante el poder legislativo no está contemplando la realidad de una gran cantidad de compañías que actúan en el país.

De esta manera, los representantes de la Certacyc afirmaron que de prosperar esta reducción, se verían seriamente afectadas en sus niveles de actividad y de rentabilidad por los motivos que se describen a continuación.

Las tarjetas de crédito regionales tienen una escala mucho menor comparada con las emisoras de tarjetas bancarias, por lo tanto los costos que deben afrontar son más elevados que aquellos relacionados a las emisoras bancarias, debido a que su poder de negociación es menor. Además, en la mayoría de los casos, estas compañías suelen recurrir a instituciones bancarias para conseguir liquidez o financiamiento para determinados proyectos. Entonces, de acuerdo con los argumentos de la Certacyc, de reducirse las comisiones que los comercios pagan a las emisoras de tarjetas de crédito regionales éstas permanecerían en una situación de desventaja tanto frente a los comercios como a sus competidores grandes. Las tarjetas no bancarias dependen del mismo tipo de financiamiento con el que cuentan la industria y el comercio, como préstamos bancarios, aportes de capital de los accionistas y algún tipo de acercamiento al mercado de capitales. Consecuentemente, también deben hacer frente a las altas tasas de interés que ofrece el mercado.

De esta manera, las tarjetas de crédito regionales se verán con dificultades para continuar ofreciendo planes de financiamiento, beneficios y promociones a los tenedores de sus tarjetas. Además, en el corto plazo dejarán de funcionar rápidamente debido a que esas comisiones representan una importante fuente de ingresos para esas compañías, sino la única. Estas compañías no suelen aplicar intereses punitivos o compensatorios elevados debido a su estrategia de negocios, entonces de aprobarse la iniciativa de la CAME y la CAC por ambas cámaras en el Congreso Nacional, el mercado de tarjetas de crédito en Argentina terminará con un nivel de concentración superior al actual. Es importante resaltar que las comisiones que cobran los bancos y las tarjetas de crédito es el precio por una contraprestación de un servicio que incluye la comercialización del producto, la administración de la cartera, la promoción y publicidad, el pago seguro del saldo deudor, el riesgo crediticio, el recupero de la morosidad, y la administración de retenciones y percepciones impositivas.

Por último, los representantes de la Certacyc resaltaron el rol que cumplen las compañías de tarjetas de crédito regionales como impulsoras de las economías regionales, debido a que en las zonas del país donde llevan a cabo sus actividades los bancos no suelen cubrir la demanda de crédito, principalmente por la baja calificación crediticia de sus habitantes. Además, debido a que financian productos y servicios de consumo masivo, constituyen una herramienta fundamental para contribuir a las políticas de fomento al consumo llevadas a cabo en Argentina en los últimos años.

El Debate en la Actualidad

El proyecto de ley impulsado por la CAME y la CAC que proponía modificar las comisiones indicadas en la Ley de Tarjetas de Crédito había conseguido media sanción del Senado en Septiembre de 2016. Sin embargo, dos meses más tarde la Cámara de Diputados lo ignoró y comenzó la discusión de un proyecto paralelo. Entonces, en Noviembre de 2016 la cámara baja dio la media sanción de un proyecto alternativo que indicaba que la baja de comisiones se aplicaría a comercios medianos y grandes, y que se realizaría gradualmente durante tres años de la siguiente manera:

Tabla 1

| Años | Tarjetas de Crédito | Tarjetas de Débito |
|------|---------------------|--------------------|
| 2017 | 2,6% | 1,3% |
| 2018 | 2,3% | 1,15% |
| 2019 | 2% | 1% |

De acuerdo con el dictamen que difundió la Cámara de Diputados, la iniciativa del nuevo proyecto de ley tiene el objetivo de que el mercado de adquirencia no se encuentre monopolizado por una sola empresa²⁵. Concretamente el proyecto, que ya tiene media sanción de la cámara baja, además de proponer una baja en las comisiones otorga otros beneficios a los comercios como una norma que establece el pago de las tarjetas a los comercios en tres días, permite que las comisiones que pagan los comercios puedan ser diferenciadas en el precio (un objeto de ARS 100 pueden cobrarlo con tarjeta ARS 103) y fomenta la competencia del mercado porque obliga a que haya más de una empresa por tarjeta de crédito. Además, el mencionado proyecto de ley cuenta con la aprobación de la CAME y la CAC, impulsoras del proyecto original que había conseguido media sanción de la cámara alta.

En el medio de estas discusiones, en Marzo de 2017, el BCRA dispuso un tope máximo a las tasas de intercambio, es decir, a las comisiones que los bancos emisores de tarjetas de crédito o débito cobran a los comercios por cada transacción realizada. El esquema elaborado por el BCRA fue realizado en el marco de un acuerdo llevado a cabo por el Ministerio de Producción, la CAME y la CAC.

El principal objetivo de esta nueva regulación es generar incentivos para que ingresen al mercado de la adquirencia nuevos participantes. Además, el nuevo esquema da lugar a una mayor competencia en el mercado y a que exista *multiadquirencia*, es decir, que un mismo agente adquirente ofrezca a comercios cobrar con varias marcas de tarjeta simultáneamente.

²⁵ El dictamen publicado por la Cámara de Diputados hace referencia al informe sobre el mercado de tarjetas de crédito recientemente publicado por la CNDC donde se evidencia que Prisma posee una posición dominante e intenta establecer si está haciendo abuso de la misma.

La nueva regulación también establece que los topes de tasas de intercambio se irán reduciendo gradualmente de acuerdo al siguiente esquema:

Tabla 2

| Período | Tope Tasa de Intercambio Crédito | Tope Tasa de Intercambio Débito |
|------------------|---|--|
| Desde Abril 2017 | 2% | 1% |
| 2018 | 1,85% | 0,90% |
| 2019 | 1,65% | 0,80% |
| 2020 | 1,50% | 0,70% |
| 2021 en adelante | 1,30% | 0,60% |

Paralelamente a la reglamentación del BCRA sobre las comisiones para tarjetas de crédito y débito bancarias, el proyecto de reforma de la Ley 25.065 que ya tiene media sanción de la Cámara de Diputados está siendo discutido en la Comisión de Industria y Comercio de la Cámara de Senadores. En este marco, la Certacyc continúa esperando que en las discusiones se tenga en cuenta la necesidad de establecer un esquema de comisiones diferenciadas para tarjetas bancarias y tarjetas no bancarias.

7. Consecuencias de la Implementación del Programa de Precios Transparentes para las Tarjetas de Crédito Regionales

A principios de 2016 el Gobierno Nacional impulsó desde el Ministerio de Producción el programa Precios Transparentes, el cual exige a los comercios diferenciar el precio al contado del precio en cuotas, y a los proveedores de planes de financiación les requiere que especifiquen la cantidad de cuotas, el valor de cada cuota, el precio total financiado, la tasa efectiva anual y el costo financiero total de la compra. Además, la normativa indica que se considerará como pago al contado al pago en efectivo, con tarjeta de débito o con tarjeta de crédito en un pago.

El principal objetivo del programa de Precios Transparentes es impulsar una política de esclarecimiento de precios que permita incentivar la competencia y proteger a los consumidores. La finalidad es evitar que los intereses de financiamiento se trasladen a quienes pagan al contado y poner en evidencia todos los costos involucrados en los planes de financiación.

Según el Gobierno Nacional, la modalidad de cuotas sin interés que se venía manteniendo desde hacía varios años, creó una distorsión que incorporó el costo financiero al precio inicial del producto. Entonces, el objetivo de esta normativa es impedir que los intereses del financiamiento se trasladen a quienes pagan al contado y transparentar los costos involucrados en los pagos en cuotas. De esta manera, según el comunicado oficial, los

consumidores tendrán más información para decidir sobre sus consumos, y se fomentará la competencia tanto en precios como en financiamiento.

Las consecuencias del programa de Precios Transparentes no fueron las esperadas por sus impulsores dentro del ámbito de las tarjetas de crédito. Durante los primeros meses de implementación del programa, se registró una caída en el stock de deuda de las tarjetas de crédito, tanto para las bancarias como para las regionales. Los representantes de distintas asociaciones relacionadas al mercado de financiación, como CAME y Certacyc, expresaron que esta caída está directamente relacionada con el comportamiento de los consumidores en relación a la implementación del programa de Precios Transparentes debido a que la comunicación a los consumidores y la explicación de la nueva normativa no fue adecuada. De esta manera, los consumidores no se habían adaptado a las nuevas modalidades de consumo y esto fue lo que generó que se produjera una caída de las compras financiadas. Además, la caída se registró durante los primeros meses de 2017, donde por motivos estacionales generalmente los niveles de consumo suelen ser menores.

En base a un informe publicado por *Increase*²⁶, una plataforma online que ayuda a los comercios a controlar y administrar la información de las ventas con tarjetas de crédito, en el mes que entró en vigencia el plan de Precios Transparentes el 90,47% de las transacciones se realizaron con tarjetas de débito, mientras que solamente el 9,53% se realizó con tarjetas de crédito. Al mismo tiempo, las ventas con tarjetas de crédito y débito se redujeron un 30% en febrero de 2017 respecto de enero del mismo año, mes en el que se implementó la nueva normativa, y la cantidad de transacciones disminuyó en un 28,3% respecto de los mismos meses. Además, se registró un aumento de los pagos en una cuota y una disminución en la elección de financiamiento en cuotas.

Además, luego de algunos meses de implementada la normativa, representantes del Gobierno Nacional afirmaron que el programa de Precios Transparentes no tuvo el impacto positivo esperado ya que costó que los consumidores se adaptaran al mismo, y terminaron postergando sus consumos. A partir del reconocimiento del gobierno, recientemente se llevaron a cabo algunas modificaciones al programa con el objetivo de simplificar la exhibición de las pautas de financiamiento y la comunicación general hacia los consumidores, para poder fomentar el consumo financiado nuevamente. De esta manera, solamente es necesaria la exhibición de la cantidad de cuotas y el valor final en pesos de cada pago, pero sin la obligación de mostrar el costo financiero total o la tasa efectiva anual en el detalle para los comercios pequeños. El objetivo de estos cambios es que la cantidad de cuotas y el valor de cada una de ellas vuelvan a tener protagonismo.

²⁶ <http://www.increasecard.com/blog>

Como conclusión, si bien la implementación del programa de Precios Transparentes tuvo un impacto negativo para todos los emisores de tarjetas de crédito en Argentina, debido a la falta de comunicación, lo cual provocó que ante el desconocimiento los consumidores decidieran postergar sus consumos o comenzar a realizarlos en efectivo, para el mercado de tarjetas de crédito regionales tuvo consecuencias más fuertes. Como fue mencionado anteriormente, las emisoras de tarjetas bancarias tienen un fuerte respaldo de la institución financiera y negocios secundarios que son tan importantes como la financiación con tarjetas. En cambio, para las compañías de tarjetas de crédito regionales el servicio de financiación es su principal actividad y, al no tener el respaldo de ninguna otra institución, la fuerte caída en las ventas con tarjetas de crédito y en cuotas que provocó la implementación de esta normativa tuvo consecuencias negativas en sus niveles de originación y rentabilidad.

8. Características de las Tarjetas de Crédito Regionales que Permiten la Estructuración de un Fideicomiso Financiero

En base a lo analizado previamente, las tarjetas de crédito regionales en Argentina tienen algunas características particulares que permiten la estructuración de fideicomisos financieros.

En primer lugar, su negocio principal consiste en la originación constante de una gran cantidad de cuentas por cobrar, representadas por cupones de tarjetas de crédito por consumos de los clientes, débitos automáticos y préstamos personales. De esta manera, el activo de estas compañías está conformado por una gran proporción de cuentas por cobrar que son originadas regularmente y que, por sus características específicas, son susceptibles de ser securitizadas.

En segundo lugar, las tarjetas de crédito regionales le brindan una gran importancia a las políticas de cobranza y de gestión de mora temprana, principalmente porque constituyen su principal fuente de ingresos. Además, este tipo de compañías no suele explotar demasiado el negocio de los intereses punitivos, por lo tanto, es necesario que se focalicen en las cobranzas de las cuentas por cobrar que generan para poder continuar originando nuevos créditos. Para la estructuración de un fideicomiso financiero es fundamental mantener los niveles de cobranza altos, y consecuentemente los niveles de morosidad bajos, para poder asegurar el repago de los títulos emitidos.

Además, debido al carácter regional de este tipo de empresas, suelen tener un nivel de cercanía con los deudores que contribuye a realizar un correcto seguimiento de los mismos para asegurar mantener bajos los niveles de morosidad.

Por último, debido a que la principal fuente de ingresos de estas compañías es la originación de los créditos, la estructuración de un fideicomiso financiero constituye un buen medio para diversificar sus fuentes de financiamiento y mejorar sus ratios de liquidez. De esta manera, las compañías de tarjetas de crédito regionales no se ven obligadas a depender de préstamos bancarios y de los aportes de capital de los accionistas, sus fuentes de financiamiento tradicionales.

Debido a los puntos mencionados en los párrafos anteriores y a las características propias de este tipo de compañías, la estructura del negocio de las compañías de tarjetas de crédito regionales en Argentina presenta características adecuadas para recurrir a la securitización de sus cuentas por cobrar como un mecanismo de financiamiento adicional.

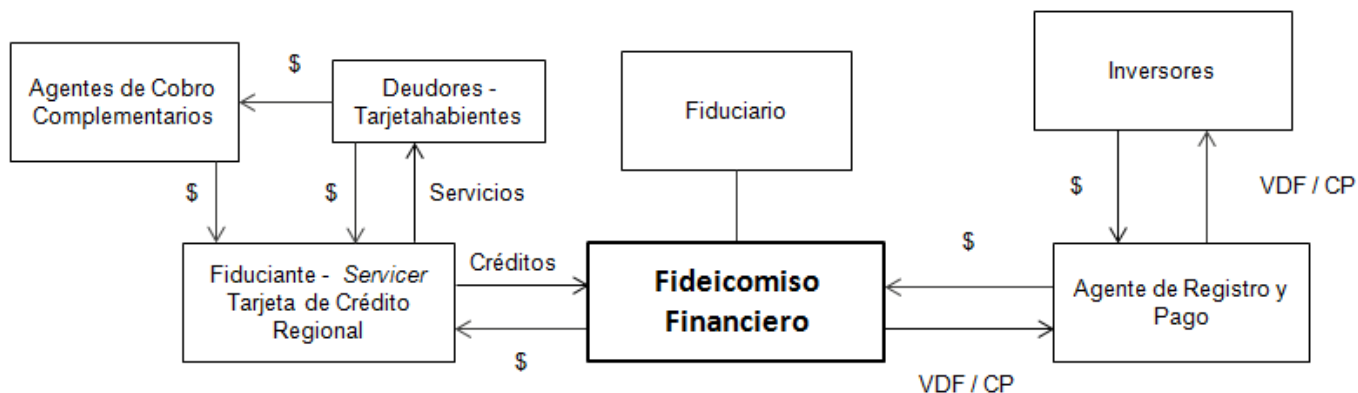
IV. Fideicomisos Financieros Respaldados por Cupones de Tarjetas de Crédito Regionales

1. Estructura

Los fideicomisos financieros que emiten las compañías de tarjetas de crédito regionales en Argentina son estructuras que securitizan los cupones de tarjetas de crédito que representan los consumos de los tarjetahabientes. También, en algunos casos, junto con esos cupones se securitizan créditos provenientes de débitos automáticos y de los préstamos personales que otorgan.

El siguiente gráfico muestra la típica estructura de la transacción que presenta este tipo de fideicomisos financieros:

Gráfico 4: Estructura del fideicomiso financiero respaldado por cupones de tarjetas de crédito regionales



En este caso, el fiduciante es la compañía de tarjeta de crédito regional, la cual origina los créditos que se securitizan. Los créditos fueron generados por la utilización de las tarjetas de crédito emitidas por el fiduciante por parte de los tarjetahabientes. Entonces, el fiduciante cede los créditos a través de aquella operación que se conoce como *true sale* al fideicomiso financiero.

El fiduciario va a ser el encargado de administrar el patrimonio fideicomitado y de emitir, en nombre del fideicomiso financiero, los títulos de deuda respaldados por los cupones de tarjeta de crédito. El resultado de la colocación de la emisión será transferido al fiduciante como contrapartida de la cesión de los créditos securitizados.

A lo largo de la vida de la transacción, el fiduciante, que generalmente también actúa como *servicer* de los créditos, se ocupará de gestionar la cobranza de los mismos y de transferirla a la cuenta fiduciaria administrada por el fiduciario, dentro del plazo previsto en el contrato de fideicomiso. Con los montos transferidos a la cuenta fiduciaria el fiduciario realizará los pagos de servicios de interés y capital de los títulos emitidos por el fideicomiso antes de la respectiva fecha de vencimiento legal.

2. El Fiduciante como Administrador de los Créditos

En este tipo de fideicomisos financieros las compañías de tarjeta de crédito regionales son las encargadas de desempeñarse como administradoras de los créditos, rol también conocido como *servicer*.

La importancia de su rol como *servicer* radica en que las mismas compañías que originan los créditos, otorgan tarjetas de crédito a nuevos clientes y establecen los límites máximos que podrá consumir mensualmente cada uno de ellos, son las encargadas de fomentar y controlar la cobranza de los créditos y de reducir al mínimo los niveles de incobrabilidad. Para llevar a cabo esta tarea, las compañías suelen desarrollar sistemas informáticos internamente que le permiten gestionar los créditos y hacer un seguimiento de los deudores.

En primer lugar, debido a la falta de información sobre el historial crediticio de sus clientes, buscan mantener lo más actualizada posible su base de datos con información reciente sobre ingresos mensuales, otras deudas que poseen e historial de pagos. De esta manera, pueden conocer con qué tipo de cliente trabajan y cuáles son las acciones que deben tomar para fomentar la cobranza de esos créditos.

En segundo lugar, el departamento de gestión de mora de la tarjeta de crédito regional debe trabajar conjuntamente con el departamento de ventas, encargado de otorgar tarjetas y préstamos a los clientes, para controlar a qué tipo de clientes se le otorga una tarjeta de crédito. Si bien el principal negocio de estas compañías es otorgar tarjetas de crédito y financiar el consumo de los tarjetahabientes, si le otorgan plásticos a individuos con perfiles crediticios más riesgosos existe una gran posibilidad que no logren cobrar por sus servicios y se vean obligados a hacerse cargo de la totalidad de la deuda del cliente con el comercio. Por lo tanto, las políticas de gestión de morosidad deben ir acompañadas de políticas conservadoras de otorgamiento de plásticos y de búsqueda de nuevos clientes.

Además, las tarjetas de crédito regionales buscan hacer foco en la gestión de la mora temprana. La etapa de mora temprana comienza a partir del primer día posterior de producido el vencimiento de la cuota del préstamo, hasta los 31 días de atraso. Las principales medidas que se llevan a cabo en esta etapa son acciones virtuales (llamados con mensaje pregrabado) y gestiones de cobrador. Los llamados son breves con fines

informativos y recordatorios con el objetivo de regularizar rápidamente la situación del producto. Además, en esta etapa se realizan visitas, se envían cartas y mensajes de texto recordatorios de los vencimientos. El objetivo principal es que el cliente regularice su situación tempranamente para no tener que llevar a cabo medidas de seguimiento y comunicación más costosas. En todos los casos, este tipo de compañías hace foco en regularizar la situación del cliente en las primeras etapas debido a que iniciar acciones judiciales suele ser mucho más costoso que el monto total de la deuda del cliente.

Una característica propia de este tipo de compañías es que al trabajar en una región específica del país suele tener instaladas sucursales en pueblos pequeños de las provincias. En esos lugares los niveles de morosidad suelen ser aún menos elevados que aquellos de los clientes que residen en las grandes ciudades. Esta situación ocurre principalmente por el nivel de cercanía que tiene el cliente con la sucursal y con los oficiales de crédito encargados de otorgarle la tarjeta de crédito, ampliarle el límite de crédito, recordarles próximos vencimientos y reclamarle cuotas vencidas. De esta manera, el cliente percibe una relación más directa con el oficial de crédito, que será el mismo que le otorgará un aumento en el límite de crédito o un préstamo personal en el futuro, por lo tanto busca cumplir con sus obligaciones y mantener una buena imagen frente a la compañía.

Por último, las tarjetas de crédito regionales frecuentemente trabajan con agentes de cobro complementarios²⁷. Éstos deben o bien transferir las cobranzas al fiduciante o bien transferirlas directamente a la cuenta fiduciaria dentro del plazo indicado en el contrato de fideicomiso.

Es fundamental que los sistemas informáticos que utilizan los agentes de cobro complementarios para gestionar la cobranza de los créditos sean compatibles con los sistemas utilizados por la tarjeta de crédito regional, porque de esta manera pueden hacer un seguimiento más eficaz de los créditos y disminuir los errores o problemas operativos.

Además, en muchos casos, los agentes de cobro complementario son designados como administradores sustitutos de los créditos. Entonces, en el caso de ser necesario reemplazar al servicer de la transacción, la compatibilidad de los sistemas que utilizan estas compañías es un elemento clave para asegurar que la migración de las tareas se realice de forma prolija, adecuada y con la menor cantidad de errores posibles.

En resumen, en el caso de los fideicomisos financieros respaldados por cupones de tarjetas de crédito regionales, donde la relación directa que tiene el fiduciante con sus clientes es un elemento fundamental para controlar sus niveles de cobranza y de morosidad, junto con las

²⁷ Los agentes de cobro complementario más conocidos en el mercado son *Pago Fácil*, *RapiPago* y *Cobro Express*.

políticas del sector de ventas y otorgamiento de nuevos créditos que actúan en línea con el departamento de gestión de morosidad, es importante que el fiduciante pueda ser el *servicer* de la transacción. El fiduciante es quien conoce el comportamiento de sus clientes, los efectos de la estacionalidad en los niveles de cobranza, el mercado de tarjetas de crédito regional y tiene los sistemas adecuados para hacer el seguimiento de sus clientes, entonces puede llevar a cabo la administración de los créditos de una manera adecuada y eficiente, tanto para los objetivos de la compañía como para los del fideicomiso financiero y del fiduciario.

3. Estructura Revolving

Los fideicomisos financieros respaldados por cupones de tarjetas de crédito regionales suelen presentar una estructura revolving.

La principal característica de este tipo de estructuras es que permite incorporar nuevos créditos a la cartera securitizada a lo largo de la vida de la transacción. La utilización de esta estructura se explica porque los títulos emitidos por este tipo de fideicomisos financieros suelen tener una duración mucho mayor que el promedio de duración de los activos fideicomitados. Entonces, quienes estructuran este tipo de transacciones buscan asegurar que hacia el final de la transacción la cartera fideicomitada continúe teniendo créditos que se encuentren vigentes y que tengan proyectado continuar recibiendo cobranzas.

Entonces, de acuerdo con este tipo de estructuras, se pueden incorporar a la transacción nuevos créditos ya sea en reemplazo de aquellos que han sido completamente cobrados o a cambio de crédito con altos niveles de morosidad.

De esta manera, en estas transacciones está contemplado que mensualmente se incluirá un período de revolving dentro del cual se podrán incorporar nuevos créditos a la cartera fideicomitada, siempre y cuando estos nuevos créditos cumplan con los criterios de elegibilidad establecidos en el contrato de fideicomiso, con los que también cumplían los créditos cedidos originalmente al fideicomiso financiero.

Es importante mencionar que así como se controla que la calidad crediticia de los nuevos créditos que se incorporan esté en línea con la de los créditos que se cedieron inicialmente, los documentos legales de la transacción suelen aclarar que solamente pueden incorporarse nuevos créditos siempre y cuando el monto disponible en la cuenta fiduciaria sea suficiente para hacer frente al próximo pago de los títulos y a los gastos que hayan sido proyectados para ese período. De esta manera, se está asegurando que solamente se haga revolving con el excedente de dinero, luego de que el fideicomiso cumpla con sus obligaciones.

4. Criterios de Elegibilidad

Para asegurar que los posibles riesgos que pueda enfrentar la transacción se encuentren mitigados y para asegurar que el fiduciante esté cediendo al fideicomiso financiero aquellos créditos que presentan la mejor calidad crediticia dentro de su cartera, los documentos legales de este tipo de transacciones incluyen lo que se conoce como criterios de elegibilidad o características de los créditos elegibles.

Los criterios de elegibilidad son una serie de condiciones con las cuales deben cumplir los créditos a securitizar para poder ser transferidos al fideicomiso.

A continuación se incluyen algunos de los criterios de elegibilidad que se encuentran con mayor frecuencia en los documentos legales de este tipo de fideicomisos financieros:

- Ser derechos de crédito contra los tarjetahabientes y sus adicionales con los cuales se hubiera celebrado el respectivo contrato de tarjeta;
- Originados en adelantos en efectivo, retiros de bonos prevalorizados, débitos automáticos y/o consumos de bienes y servicios efectuados por los tarjetahabientes y sus adicionales;
- Incluyen, sin limitación, derechos, créditos y acciones emergentes de tales créditos y todos los documentos relativos a los mismos, quedando excluidos: IVA, cargo por sellado y/o primas por seguro de vida;
- Ser de propiedad del fiduciante y de libre disponibilidad;
- Haberse originado desde cuentas abiertas y operativas conforme a las Pautas de las cuentas y cumplir con las condiciones generales y particulares dispuestas por el fiduciante;
- Correspondan a deudores cedidos que no hayan registrado atrasos en sus pagos mayores a noventa días durante los seis meses anteriores a la fecha de determinación;
- Que al momento de la fecha de determinación no tengan atrasos superiores a cuarenta y cuatro días corridos;

- La antigüedad de la cuenta desde donde se origine el crédito no deberá ser inferior a tres meses;
- Haberse originado desde cuentas que deberán contar con al menos una liquidación mensual emitida en los últimos seis meses.

De esta manera, incluyendo estas condiciones en el contrato de fideicomiso, se asegura que, tanto los créditos cedidos inicialmente al fideicomiso financiero así como aquellos que se van incorporando a la cartera securitizada a lo largo de la vida de la transacción, son aquellos que presentan la mejor calidad crediticia dentro de la cartera de créditos del fiduciante, pertenecen a deudores de los cuales se tiene suficiente información histórica, y no son créditos que ya se encontraban en situación de morosidad.

Los criterios de elegibilidad son una herramienta fundamental para los fideicomisos respaldados por tarjetas de crédito regionales en Argentina por varios motivos. En primer lugar porque, debido al tipo de deudores con los que trabajan (individuos con niveles bajos de bancarización y con escasa información crediticia pública) permite asegurar que al menos el deudor tiene un mínimo de historia con el fiduciante. En segundo lugar, permite conocer cuáles son y cómo fueron originados los créditos que se ceden y que sean los mejores en cuanto a la calidad crediticia dentro de los que se encuentran dentro de la cartera del fiduciante. Por último, debido a que este tipo de fideicomisos financieros presenta una estructura revolving, el cumplimiento de los criterios de elegibilidad contribuye a asegurar que los créditos que se van incorporando a la cartera a lo largo de la vida de la transacción tengan la misma calidad crediticia que aquellos que se cedieron originalmente.

5. Eventos Especiales

Además de los criterios de elegibilidad, este tipo de transacciones suele incluir también en el contrato de fideicomiso una serie de condiciones llamadas Eventos Especiales.

Ante la ocurrencia de alguno de estos eventos, el fiduciario es el encargado de notificar al fiduciante. Generalmente, las consecuencias de la ocurrencia de un evento especial incluyen la interrupción de la incorporación de nuevos créditos y la cancelación adelantada de los títulos de deuda.

A continuación se enumeran algunos ejemplos de eventos especiales que frecuentemente aparecen en los documentos legales de estas transacciones:

- Falta de emisión de los valores fiduciarios en los treinta días siguientes a la firma del contrato de fideicomiso, obtenida la autorización de oferta pública de la CNV;

- Falta de pago de los servicios;
- Si la CNV cancelara la autorización para la oferta pública de los valores fiduciarios o si algún mercado autorizado cancelara su autorización de negociación;
- Si los bienes fideicomitados se viesen afectados jurídicamente de modo tal que resultara comprometida su función de garantía;
- Falta de cumplimiento en tiempo y forma por parte del fiduciante de cualquier obligación establecida en el contrato de fideicomiso. El Evento Especial se tendrá por ocurrido si el incumplimiento no fuese remediado por el fiduciante dentro de los diez días hábiles de intimado por el fiduciario;
- Si una autoridad gubernamental tomara medidas que puedan afectar adversa y significativamente al fiduciante, a los derechos del fiduciario o de los tenedores;
- Si el fiduciante determinase dejar de operar la tarjeta de crédito, o si cesara de desarrollar la totalidad o una parte sustancial de sus negocios u operaciones, o vendiera parte o la totalidad de su cartera a un tercero y ello derivara en la insuficiente originación de créditos para incorporar al fideicomiso;
- Cuando la cobranza de un mes represente menos del 60% de la cobranza promedio que surge de dividir el valor fideicomitado por el plazo de la cartera;
- Cuando durante conjuntamente dos meses contados desde una fecha de rendición determinada el fiduciante no genere créditos suficientes para aplicar los fondos existentes en la cuenta fiduciaria de cobranzas a la adquisición de nuevos créditos.

La importancia de la existencia de estos eventos especiales en el contrato de fideicomiso financiero radica en que permite mitigar los distintos riesgos a los que está expuesta la transacción. A diferencia de los criterios de elegibilidad, que están más direccionados a mitigar el riesgo crediticio, los eventos especiales también buscan hacer frente a riesgos operativos, legales y regulatorios.

Además, debido a la estructura revolving que presenta este tipo de fideicomisos financieros, los eventos especiales contribuyen a asegurar que la transacción cuente con la liquidez necesaria para hacer frente al pago de los servicios de deuda y de los gastos, antes de disponer de los ingresos para incorporar nuevos créditos. De esta manera, no solo intentan cubrir el riesgo de no pago de los títulos de deuda, sino también imponderables que puedan ocurrir a lo largo de la vida de la transacción.

6. Beneficios de la Estructuración de Fideicomisos Financieros para Tarjetas de Crédito Regionales en Argentina

Como mencionamos anteriormente, las compañías de tarjeta de crédito regionales en Argentina tienen políticas de originación particulares, debido a que trabajan conjuntamente controlando la originación y la gestión de mora temprana con el objetivo de disminuir los niveles de incobrabilidad y aumentar los niveles de cobranza mensuales. Al mismo tiempo, sus clientes son individuos que pertenecen a sectores socioeconómicos bajos, presentan muy bajos niveles de bancarización y utilizan estas tarjetas de crédito para financiar consumos cotidianos. Por lo tanto, este público se ocupa de preservar esa fuente de financiamiento que, en muchos casos, es la única a la cual pueden acceder.

Debido a estas características particulares, la estructura de negocios de las tarjetas de crédito regionales en Argentina presenta elementos que posibilitan y promueven la estructuración de fideicomisos financieros.

En primer lugar, el negocio principal de estas compañías es la financiación del consumo de clientes que, como mencionamos previamente, pertenecen a niveles socioeconómicos bajos y que tienen escaso nivel de bancarización. También, muchas de estas tarjetas de crédito ofrecen la posibilidad de realizar débitos automáticos y de obtener préstamos personales. Además de los ingresos provenientes de su negocio particular, estas compañías tienen como principales fuentes de financiamiento los aportes de capital de los accionistas y la solicitud de préstamos bancarios. Generalmente, estas fuentes de financiamiento tradicionales no les permiten contar con grandes montos en el corto plazo y, en el caso de los préstamos bancarios, suelen exigir el pago de intereses muy altos.

Estas limitaciones son las que impulsan a este tipo de compañías a buscar fuentes de financiamiento fuera de las tradicionales, como por ejemplo en el mercado de capitales. Sin embargo, como las compañías de tarjetas de crédito regionales no son empresas grandes con departamentos y recursos suficientes para generar toda la información y cubrir las necesidades regulatorias que implica ser una compañía pública, la emisión de acciones o de obligaciones negociables suele ser dificultosa en un primer acercamiento al mercado de capitales. De esta manera, la estructuración de un fideicomiso financiero le permite conseguir liquidez en el corto plazo, con tasas de interés y costos adecuados para el monto de financiamiento que reciben. Además, los controles regulatorios y de documentación a los que deben enfrentarse son menores que en el caso de otros instrumentos de deuda, por lo tanto, muchas de estas compañías utilizan al fideicomiso financiero como un primer acercamiento al mercado de capitales. De esta manera, el acceso al mercado de capitales le permite a las compañías de tarjeta de crédito regionales aumentar y diversificar sus fuentes de financiamiento y les otorga una mayor libertad en el manejo de su negocio.

En segundo lugar, el fideicomiso financiero le permite a las tarjetas de crédito regionales conseguir financiamiento de montos más altos y liquidez en el corto plazo, con tasas de interés más bajas que las que deberían afrontar ante las alternativas de financiamiento tradicionales. Sin embargo, como fue explicado anteriormente, la estructuración de un fideicomiso financiero implica enfrentar una gran cantidad de costos e impuestos que otros mecanismos de financiamiento no requerirían. A pesar de esta situación, para estas compañías, que se caracterizan por presentar una importante proporción de su activo representado por cuentas por cobrar proveniente de la utilización de las tarjetas de crédito por parte de sus clientes, el fideicomiso financiero continúa siendo una adecuada alternativa de financiamiento.

De esta manera, a pesar de la gran cantidad de costos que implica la estructuración de estas transacciones el monto de financiamiento recibido a cambio, teniendo en cuenta las tasas de interés que suelen tener que pagar, sigue siendo superior a los gastos que deben afrontar.

Además, la elección de estructurar un fideicomiso financiero no implica que tenga que ser la única fuente de financiamiento para estas compañías. En realidad, la estrategia de financiamiento óptima para las tarjetas de crédito regionales suele estar compuesta por una combinación entre fuentes de financiamiento tradicionales y fuentes relacionadas al mercado de capitales, como los fideicomisos financieros. En estos casos, es el asesor financiero de la compañía junto con los sectores de finanzas y gestión de la compañía los encargados de definir la estrategia de financiamiento óptima para cada momento.

En tercer lugar, el fideicomiso financiero le permite a este tipo de compañías eliminar el descalce financiero en plazos y tasas. Debido a que los plazos de pago de los títulos de deuda se pueden ajustar a los vencimientos de los créditos securitizados, permite eliminar los problemas de descalce financiero que pueden existir cuando las compañías se endeudan. Además, la estructura revolving que típicamente presentan este tipo de fideicomisos financieros contribuye a eliminar los descalces financieros porque, gracias a la posibilidad de incorporar nuevos créditos a la cartera securitizada en reemplazo de aquellos que fueron liquidados o que presentan altos niveles de incobrabilidad, permite hacer frente al pago de los servicios de capital e interés de los títulos de deuda a pesar de tener plazos mucho mayores a aquellos de los créditos inicialmente securitizados.

Asimismo, las tarjetas de crédito regionales en Argentina tienen clientes con características particulares que son funcionales a la estructuración de este tipo de fideicomisos financieros. Sus clientes son individuos que pertenecen a sectores socioeconómicos medio-bajos y bajos, que presentan muy bajos niveles de bancarización, o incluso que no están bancarizados, y utilizan estas tarjetas de crédito para financiar consumos básicos y cotidianos. Además, debido al bajo nivel de bancarización, la información disponible sobre el historial crediticio de estos individuos suele ser escasa y, en algunos casos hasta

inexistente. Además, muchos de ellos no tienen un trabajo permanente en relación de dependencia o se encuentran dentro del mercado de trabajo informal, entonces conseguir documentación que respalde y verifique sus niveles de ingresos mensuales es generalmente una tarea complicada. Por este motivo, es dificultoso poder proyectar cómo va a ser el comportamiento de esos deudores y determinar cuál es el límite de crédito máximo que se le podrá otorgar con la tarjeta de crédito o cuál es el límite máximo de préstamo personal que podrá solicitar.

A pesar de la incertidumbre que presenta el comportamiento crediticio de los clientes de las tarjetas de crédito regionales en Argentina, los niveles de morosidad de estos créditos suelen ser muy bajos comparados con clientes de tarjetas de crédito que apuntan a un target de clientes que pertenecen a sectores socioeconómicos más elevados y de los cuales se cuenta mayor información crediticia. El motivo principal que explica esta realidad paradójica es que para los primeros, en la mayoría de los casos las tarjetas de crédito regionales son las únicas fuentes de financiamiento a las cuales pueden acceder. Entonces, aquella persona que solamente tiene una tarjeta de crédito regional y que además la utiliza para financiar consumos cotidianos, de bienes considerados de primera necesidad o básicos, intenta preservar la única fuente de financiación que posee e intenta no atrasarse en los pagos.

Además, muchas de las compañías de tarjetas de crédito regionales también ofrecen préstamos personales, algo a lo cual este tipo de clientes no puede acceder en una institución financiera bancaria. Entonces, si su historial crediticio con la tarjeta de crédito es adecuado saben que, de ser necesario, pueden acceder a esos préstamos.

De esta manera, gracias a que los clientes intentan mantener sus pagos de resúmenes de tarjetas de crédito al día, los niveles de morosidad de los créditos que podrían securitizar las tarjetas de crédito regionales suelen ser muy bajos. Entonces, dentro de su cartera de cuentas por cobrar, presentan una gran proporción que son susceptibles de ser securitizadas debido a que cumplen con los criterios de elegibilidad ya que presentan niveles altos de cobranza, niveles bajos de morosidad, e historial crediticio del cliente con la compañía.

Por último, frente a los altos niveles de inflación que Argentina viene enfrentando hace algunos años, durante los últimos años del gobierno anterior se fomentó fuertemente el consumo de la población en general. Para esto se implementaron políticas como la de fijación de precios llamada *Precios Cuidados* o la de financiación de consumo llamada *Ahora 12* (recientemente continuada como *Ahora 18*).

Como resultado de estas políticas, el consumo de la población aumentó en general y, gracias al financiamiento de plazos, el consumo de los sectores socioeconómicos medio-bajo y bajo en particular tuvieron un importante crecimiento. Debido a que el principal

target de clientes de las compañías de tarjetas de crédito regionales está ubicado dentro de estos grupos, éstas experimentaron un importante incremento en sus niveles de originación en los últimos años, no solo en cuanto a cantidad de créditos sino también con respecto a los montos de originación, principalmente explicado por los crecientes niveles de inflación de los últimos años.

De esta manera, las políticas de fomento al consumo de los últimos años fueron un factor beneficioso para las tarjetas de crédito regionales porque les permitió aumentar sus niveles de originación, tanto en montos como en cantidad de créditos. Entonces, el aumento en la originación fomentó a que las compañías de tarjetas de crédito regionales de Argentina recurrieran con mayor frecuencia a la securitización de esa mayor proporción de cuentas por cobrar que tuvieron en sus activos.

7. El Fideicomiso Financiero como Impulsor de las Economías Regionales

Una de las principales problemáticas para las pequeñas y medianas empresas que se encuentran establecidas en el interior de la Argentina es la falta de alternativas para acceder a fuentes de financiamiento que no sea bancario. El crédito bancario suele ser muy costoso y de montos pequeños para este tipo de compañías, entre ellas, las tarjetas de crédito regionales en Argentina. Los grandes bancos comerciales suelen tener muchos requisitos para otorgar préstamos que a este tipo de compañías le resulta dificultoso cumplir. También, muchas veces esos bancos no están establecidos en algunas regiones del país más alejadas de la capital, por lo tanto, los únicos proveedores de crédito para las pequeñas y medianas empresas terminan siendo los banco provinciales y el Banco de la Nación Argentina, los cuales no llegan a cubrir la totalidad de la demanda de financiamiento de una región.

Debido a que el acceso al financiamiento constituyó históricamente una de las principales preocupaciones de las pequeñas y medianas empresas regionales, la posibilidad de que este tipo de compañías acceda al mercado de capitales representa una adecuada opción para acceder a fuentes de financiamiento alternativas. En las economías regionales de Argentina, encontramos sujetos y sectores que tienen excedentes económicos y sujetos y sectores que carecen del mismo. Sin embargo, estos tienen la capacidad de invertirlo y volverlo rentable, generando riqueza para la región.

A diferencia del sistema bancario donde existe intermediación financiera y productos estandarizados, el mercado de capitales, busca proveer de manera eficiente y directa, la asignación del ahorro o excedente a la inversión productiva, estructurando productos a la medida de las necesidades de las emisoras y de acuerdo con las exigencias de los inversores. Es decir, a través del mercado de capitales no solo se puede acceder a créditos a

tasas razonables, también la compañía puede elegir a través de qué tipo de instrumento va a acceder y cómo va a decidir estructurarlo. Además, la compañía puede combinar dentro de su estrategia de financiamiento alguno de estos instrumentos con fuentes de financiamiento tradicionales, y así encontrar la forma más eficiente para financiarse.

El desarrollo de las economías regionales que proporciona el mercado de capitales, contribuye a generar actividad productiva regional porque, además de proveerle al sistema la formalidad, el control y la transparencia necesaria para que funcione adecuadamente, permite cubrir la demanda de financiamiento que es escasa en determinadas regiones del país.

Entonces, el acceso de las compañías regionales al mercado de capitales favorece a la reducción de la asimetría de información que existe entre emisores e inversores. Por un lado, la variable riesgo/rentabilidad se ve altamente beneficiada al momento de ser valorada por el inversor porque le permite tener un conocimiento directo y mucho más cercano de la empresa y de quienes la dirigen, ya que le permite hacer una valoración directa y minuciosa del riesgo que asume prestándoles su dinero. Por otro lado, otorgándole a las empresas de la región la posibilidad de tomar deuda del sector privado a tasas y plazos que en un mercado extranjero les sería imposible colocar.

En el caso particular de las tarjetas de crédito regionales en Argentina, que son típicamente pequeñas y medianas empresas basadas en una provincia en particular y que suelen operar dentro de una región específica del país, el fideicomiso financiero constituye una herramienta adecuada para acceder al mercado de capitales y, simultáneamente, conseguir una fuente de financiamiento alternativa y por fuera del sistema bancario.

Además de que el acceso de esas compañías al mercado de capitales le provee fuentes de financiamiento alternativas, al mismo tiempo, las tarjetas de crédito regionales también representan un instrumento clave para el impulso y el desarrollo de las economías regionales, debido a que satisfacen la demanda de financiamiento de sectores de la población de ingresos medios y bajos con acceso limitado o nulo al crédito bancario. Por lo tanto, a su manera, las compañías de tarjetas de crédito regionales también contribuyen a que la población de determinadas regiones del país acceda a fuentes de financiamiento para desarrollar sus actividades.

De esta manera, se fortalece la decisión de inversión en los tipos de productos estructurados en los mercados de capitales de nuestro país, que normalmente se encuentran fuertemente influenciadas por el bajo nivel de protección institucional y legal que el inversor percibe que tiene al financiar de forma directa tanto al sector público como al sector privado argentino.

8. Caso Real: Tarjeta Nevada

Además de ser una buena alternativa como fuente de financiamiento, el fideicomiso financiero representa el primer acercamiento al mercado de capitales para las tarjetas de crédito regionales.

Generalmente, para este tipo de compañías, y para el resto de las pequeñas y medianas empresas que deciden comenzar a financiarse en el mercado de capitales, la emisión de obligaciones negociables o la apertura de su capital no suele ser la mejor opción para una primera salida al mercado.

En primer lugar, porque son empresas que no tienen difusión en el mercado y son desconocidas para los inversores. Entonces, en el caso que pretendan colocar, por ejemplo, acciones de su compañía en el mercado, probablemente ese proceso no resulte beneficioso para la empresa y no pueda cumplir con su objetivo de financiamiento.

Por otra parte, el pasaje de ser una compañía privada a una compañía que cotiza en el mercado o que emite bonos requiere de una mayor exposición. Estas empresas deben presentar regularmente estados contables ante el regulador para verificar cuál es su situación en general y están expuestas a mayores controles regulatorios. En general, para las pequeñas y medianas empresas en un principio resulta complicado comenzar a tener tanta exposición porque no tienen tan desarrollados sus mecanismos de reporte y exposición de sus ingresos.

Frente a la realidad de las pequeñas y medianas empresas, el fideicomiso financiero resulta una herramienta adecuada como primer acercamiento de este tipo de compañías al mercado de capitales porque permite contribuir a poner en claro su situación financiera y organizacional, y contribuye al aprendizaje para cumplir con los requisitos de reporte y regulatorios que implica ser una compañía pública.

Entonces, para muchas tarjetas de crédito regionales la estructuración del fideicomiso financiero no solo representa un instrumento dentro de su estrategia de financiamiento. También es considerado el primer paso para acceder al mercado de capitales y desarrollar distintos productos que colaboren con su objetivo de ampliar y diversificar sus fuentes de financiamiento.

Uno de los casos que permite ilustrar esta situación en Argentina es la experiencia de Tarjeta Nevada. Esta tarjeta comenzó sus operaciones en el año 1996 por iniciativa del Grupo Galicia y de Angulo Inversora S.A., quienes eran los propietarios de la cadena de supermercados VEA, y formaron Tarjetas Cuyanas S.A.. Inicialmente el objetivo era desarrollar una tarjeta de crédito regional, especialmente diseñada para responder a las

expectativas y a las necesidades de consumo de la población de la región de Cuyo (que incluye las provincias de Mendoza, San Juan y San Luis).

Tarjeta Nevada nació en un contexto donde las tiendas, mutuales, cooperativas y comercios tradicionales del interior del país comenzaron a financiar las ventas de sus productos a sus clientes más fieles y confiables mediante préstamos para consumo. Más adelante, comenzaron a identificar esos préstamos mediante la entrega de plásticos que terminaron funcionando como tarjetas de crédito tradicionales. Más adelante, algunas de estas compañías decidieron continuar desarrollando este negocio y ampliaron la cobertura hacia otros comercios de la región en la que operaban. De esta manera, nacieron los sistemas cerrados (un solo emisor que centraliza varias actividades del circuito), con fuerte carácter localista.

En la actualidad, Tarjeta Nevada cuenta con 52 centros de atención distribuidos entre las provincias de Mendoza, San Juan, San Luis, La Rioja, Catamarca, La Pampa, Neuquén, Tucumán, Jujuy, Santiago del Estero, Río Negro, Salta, Chaco, Corrientes y Formosa. Además, hacia fines de 2016, la compañía tenía 796 mil tarjetas de crédito activas que llevaron a cabo 31 millones de transacciones. Por otra parte, en la actualidad la tarjeta tiene una alianza comercial con VISA que le permite utilizarla en el resto del país y en algunos países fuera de Argentina también. Así, Tarjeta Nevada, que comenzó siendo una tarjeta regional tradicional, se fue expandiendo y en la actualidad compite en el mercado con tarjetas de grandes bancos comerciales.

La expansión del negocio de Tarjeta Nevada a lo largo de los años fue acompañada por cambios dentro de su estrategia de financiamiento. En el año 2004 Tarjeta Nevada emitió la primera serie de su fideicomiso financiero. El activo fideicomitado estaba compuesto por una cartera de créditos generados a partir de la utilización de sus tarjetas de crédito y por préstamos personales. El fiduciante era Tarjetas Cuyanas S.A., el fiduciario era el Banco Patagonia, y el asesor financiero y agente de control y revisión era Deloitte. El fideicomiso financiero Nevada tuvo tres series con colocaciones que fueron exitosas en el mercado y que colaboraron con los objetivos de financiación que tenía la compañía. Más adelante, continuaron con este tipo de instrumentos bajo el fideicomiso financiero Tarjetas Cuyanas que tuvo seis series también con colocaciones exitosas.

Unos años después de esa primera experiencia, Tarjetas Cuyanas S.A. publicó el primer Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables a corto y mediano plazo con el objetivo de financiar inversiones en capital de trabajo, para poder continuar con la creciente actividad de la compañía y seguir con su plan de expansión.

De esta manera, unos meses después de presentado el programa, Tarjetas Cuyanas S.A. publicó ante el regulador el suplemento de la primera serie de obligaciones negociables por

USD 15.000.000. El precio de emisión fue de 95,3024 y Banco Galicia fue el colocador de los títulos. De acuerdo con el suplemento de la emisión, los fondos provenientes de la colocación de la serie I de las obligaciones negociables de Tarjeta Nevada fueron utilizados para financiar capital de trabajo en Argentina y para refinanciar pasivos de la compañía. La última emisión de obligaciones negociables que realizó la compañía hasta el momento fue en febrero de 2017. En ese momento, Tarjeta Nevada colocó ARS 500.000.000 en obligaciones negociables a 3 años, a una tasa equivalente a la tasa Badlar + 3,50%, recibiendo ofertas que duplicaron lo colocado. Además, recientemente la compañía informó al mercado que el 7 de marzo de 2017 el Directorio aprobó la emisión de la serie XXVIII de obligaciones negociables de Tarjeta Nevada que se realizará bajo el programa global para la emisión de obligaciones negociables simples, a corto, mediano y largo plazo por un monto máximo en circulación de hasta USD 250.000.000.

El caso particular de Tarjeta Nevada, la cual nació como una tarjeta de crédito regional que inició sus operaciones en las provincias de la región cuyana, muestra que el fideicomiso financiero puede ser un primer acercamiento al mercado de capitales. Este instrumento permite que este tipo de compañías puedan recurrir a fuentes de financiamiento alternativas a las tradicionales para poder llevar a cabo la expansión de su negocio, al mismo tiempo que lo utilizan como un primer acercamiento a la gran variedad de productos que se pueden ofrecer en el mercado de capitales. En el caso de Tarjeta Nevada, el fideicomiso financiero actuó como un instrumento que colaboró para la educación de los directores y gerentes de la compañía sobre cómo hacer frente a los estrictos requisitos de reporte y regulatorios que exige el mercado de capitales argentino, mientras colaboraba diversificando sus fuentes de financiamiento.

V. Caso Real: Tarjeta Andes

En las siguientes secciones se analizará el caso del Fideicomiso Financiero Tarjeta Andes. En primer lugar se describirán las principales características del negocio y de su cartera total de créditos. Luego, se presentará la propuesta de estructuración del fideicomiso y se analizará cuáles fueron las causas que imposibilitaron la creación del mismo y su salida al mercado entre los años 2007 y 2008. Por último, se indicarán qué factores deberían haber tenido en cuenta para lograr incorporar el fideicomiso a su estructura de financiamiento.

1. Tarjeta Andes

Presentación de la compañía

La Tarjeta Andes es una tarjeta de crédito regional que comenzó sus operaciones en el año 2003 en una de las provincias de la Patagonia Argentina. Si bien al momento de intentar llevar a cabo la estructuración del fideicomiso financiero solamente tenía 5 años de antigüedad, la Tarjeta Andes surgió originalmente con el soporte inicial de una tienda departamental regional que en ese momento tenía más de 30 años de trayectoria y estaba dedicada a la comercialización de electrodomésticos, artículos para el hogar, camping, mueblería, motos, electrónica, aparatos para hacer gimnasia, computación, indumentaria y calzado.

De acuerdo con el perfil de compañía regional, durante esos años sus principales objetivos eran:

- Otorgar a sus socios beneficios para mejorar su calidad de vida y posibilitarles el acceso a bienes y servicios que de otra manera no podrían alcanzar.
- Contribuir al crecimiento y desarrollo de la ciudad y la región.
- Acompañar el desarrollo humano de sus colaboradores y participar del fortalecimiento de las empresas comerciales zonales.

Poco tiempo después de haber iniciado sus operaciones, la Tarjeta Andes consiguió independizarse de la tienda departamental que había contribuido a su nacimiento y logró expandirse a otras ciudades de la región. Rápidamente consiguió aumentar considerablemente la cantidad de plásticos emitidos y el número de comercios adheridos en la Patagonia. En el año 2008 la compañía contaba con más de 1.000 comercios adheridos, tenía más de 11.300 clientes activos, y estaba presente en 8 localidades del sur del país. Además, tenía 5 sucursales y la tarjeta podía ser utilizada en una gran variedad de rubros comerciales y de servicios.

La Tarjeta Andes ofrecía planes de financiación que llegaban a las 20 cuotas fijas y planes especiales de 3, 6, 8 y más cuotas sin interés en los principales comercios de la región. Además, otorgaba préstamos en efectivo en el acto de hasta 20 cuotas fijas a algunos de sus clientes y seguros familiares, de vida y de accidentes personales. La cobranza de los distintos productos que ofrecía podía realizarse personalmente en cada una de las sucursales de Tarjeta Andes o a través de los principales agentes de cobro complementarios.

Por último, la Tarjeta Andes no implicaba ningún tipo de costos de emisión, no generaba gastos si el cliente no realizaba consumos y, dependiendo del tipo de cliente, tenía una determinada cantidad de extensiones sin cargo.

Al momento de comenzar a desarrollar la estructuración del fideicomiso financiero, entre los años 2007 y 2008, la compañía sabía que necesitaba desarrollarse todavía más como tarjeta de crédito regional para poder cumplir con sus objetivos. Entonces, decidió contratar los servicios de procesamiento de datos y el conocimiento de una de las tarjetas regionales que tenía mayor trayectoria y un excelente posicionamiento en la región. De esta manera, generó un plan de trabajo específico y una importante política de marketing y publicidad en la Patagonia. El plan desarrollado incluyó un considerable aumento de la publicidad y auspicios a actividades populares regionales.

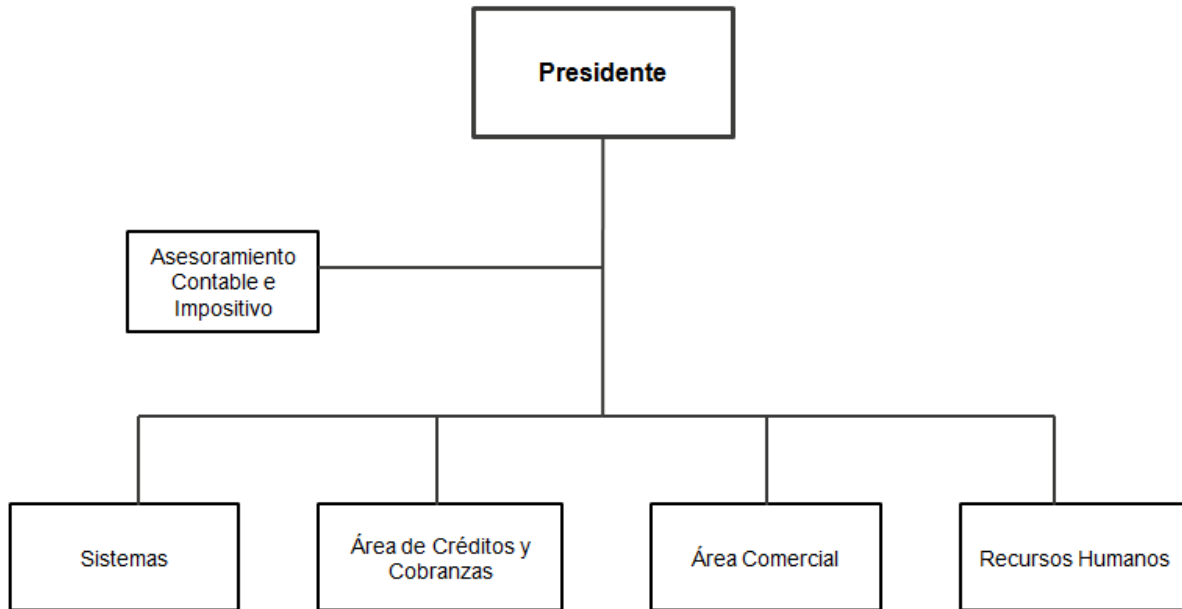
Su principal objetivo en ese momento era poder consolidarse como la tarjeta número uno de la Patagonia, expandirse hacia otras localidades y continuar ampliando los servicios y beneficios otorgados.

Estructura Organizacional

Hacia el año 2008, la Tarjeta Andes contaba con dos accionistas, el mayoritario que mantenía el 85% de la compañía y era uno de los socios fundadores de la tienda departamental que había dado origen a la tarjeta de crédito y el minoritario que detentaba el 15%.

A continuación se puede observar un esquema que representa la estructura organizacional que mantenía la Tarjeta Andes en ese momento:

Gráfico 5: Estructura Organizacional de la Tarjeta Andes



La compañía estaba dirigida por un presidente, que era el socio mayoritario y fundador. El presidente contaba con el soporte del departamento de Asesoramiento Contable e Impositivo para evaluar los distintos proyectos que eran presentados por cada una de las áreas de la compañía y para hacer un seguimiento de las obligaciones impositivas y de reporte frente a las distintas autoridades provinciales y nacionales.

Además, la compañía estaba dividida en cuatro sectores principales que manejaban distintas áreas estratégicas del negocio.

En primer lugar, el departamento de sistemas se encargaba de todo lo relacionado con los sistemas para administrar los créditos y hacer seguimiento a los clientes. Además, todas las sucursales estaban conectadas de manera on-line y los socios podían realizar compras durante las 24 horas a través de un sistema específico y en horario comercial extendido mediante operadores manuales del *call-center* propio.

En segundo lugar, el área de créditos y cobranzas se encargaba de la gestión de las cobranzas, analizaba el otorgamiento de créditos y eran quienes entrenaban al personal de atención al cliente. La atención al cliente constituía una prioridad en el servicio de la Tarjeta Andes debido a que eran los responsables de la venta de la tarjeta, del

asesoramiento a los clientes, de proporcionar información acerca de los productos, servicios y beneficios, y eran quienes registraban y controlaban el alta de nuevas operaciones. Además, dentro de este sector, el equipo de back office llevaba el control de todos los contratos y documentación solicitada a cada cliente, según la política de crédito.

La gestión de la cobranza se realizaba a través de un sistema desarrollado internamente y comenzaba con un seguimiento de los clientes que no habían abonado el mínimo del resumen al vencimiento de la tarjeta o que presentaban atrasos en las refinanciaciones o convenios de pagos realizados. El día 14 ingresaban al sistema todos los clientes que se encontraban en esta situación. De acuerdo al nivel de atraso al momento del vencimiento de la Tarjeta Andes, los clientes eran calificados internamente en tres grupos: A (desde el día de atraso hasta los 30 días), AA (desde los 31 días de atraso hasta los 60 días) y AAA (desde los 61 días de atraso hasta los 90 días). Esta clasificación permitía diferenciar la gestión de cobranza en *Mora Temprana* (hasta los 60 días de atraso) y *Mora tardía* (a partir de los 61 días de atraso). Además, dentro de ésta última categoría podemos diferenciar entre *Pre-judiciales* y *Judiciales*.

Dentro de este proceso existía la posibilidad de refinanciar la deuda, otorgando al cliente la posibilidad de hacer un plan de pago con una entrega de un monto mínimo en el momento de firmar el convenio. Con este plan se inhabilitaba el uso de la tarjeta. Una vez cancelada la totalidad de la deuda, se analizaba en cada caso si se habilitaba nuevamente la tarjeta.

Las actividades para gestionar las cobranzas durante la etapa de mora temprana incluían llamados telefónicos, mensajes de texto, notificaciones y visitas al domicilio del cliente. El proceso de gestión de mora tardía se iniciaba cuando el cliente pasaba a tener más de tres resúmenes vencidos o bien cuando presentaba atrasos en la refinanciación realizada en su oportunidad. En primer lugar se le enviaba una carta de refinanciación y se le otorgaba un plazo de una semana para que el cliente se acercara a regularizar su situación a alguna de las sucursales de Tarjeta Andes. En caso de no haber respuesta, se realizaban llamados telefónicos y se entregaba un listado a los gestores de cobranzas para visitar a estos clientes. La vía judicial únicamente se iniciaba como último recurso.

También, la compañía contaba con un área comercial que trabajaba permanentemente en acercar a los clientes beneficios y soluciones a sus inquietudes, era la responsable del diseño, ejecución y seguimiento de estrategias comerciales e institucionales, como así también de acciones promocionales para comercios y adherentes. Además, era la encargada de elaborar los proyectos para expandir el negocio hacia otras localidades y mantener el nivel de originación que presentaba en la región.

Por último, el sector de recursos humanos colaboraba con la gestión del personal de la compañía, las contrataciones y la organización interna de la empresa.

Condiciones de Otorgamiento de la Tarjeta Andes

Las condiciones de otorgamiento de la Tarjeta Andes constituían un elemento fundamental tanto para su negocio como para la estructuración del fideicomiso financiero, ya que con la información solicitada buscaban medir la capacidad de pago del cliente.

Para solicitar la tarjeta de crédito Andes los solicitantes que pretendían ser titulares debían tener entre 18 y 68 años de edad. En el caso de los socios adicionales, debían tener por lo menos 15 años cumplidos.

El titular de la tarjeta de crédito debía proveer información que acreditara los siguientes conceptos:

- **Identidad**

La identidad del solicitante de la tarjeta de crédito se podía acreditar a partir de la presentación del documento nacional de identidad, pasaporte, o certificado de extravío o robo de documento junto con la licencia de conducir.

- **Domicilio**

Los domicilios de los solicitantes debían estar situados dentro de las provincias de la Patagonia. El solicitante de la Tarjeta Andes podía corroborar su domicilio a través de la presentación de alguno de los siguientes comprobantes que estuvieran a su nombre: agua, luz, gas, tasas y servicios municipales, teléfono fijo, impuesto inmobiliario, o contrato de alquiler sellado por rentas. En caso de no contar con alguno de los documentos anteriores, el personal de Tarjeta Andes realizaría una verificación domiciliaria.

- **Ingresos**

Los clientes se clasificaban en tres categorías: Activos (trabajadores en relación de dependencia y autónomos), Pasivos y sin comprobante de ingresos. El siguiente cuadro muestra los requisitos de información para acreditar el nivel de ingresos de acuerdo a cada una de las categorías:

Tabla 3

| Categoría del solicitante | Requisitos |
|--------------------------------------|---|
| Activos – En relación de dependencia | <ul style="list-style-type: none">- Último recibo de sueldo- Cuatro meses de antigüedad- La empresa emisora del recibo de sueldo debe estar ubicada en la Patagonia o en el Ciudad Autónoma de Buenos Aires |

| | |
|---|---|
| Activos - Autónomos | <ul style="list-style-type: none"> - Inscripción en la AFIP o en Rentas - Cuatro meses de antigüedad - Dos últimos recibos de pago de monotributo, de ingresos brutos o de ganancias - Los solicitantes que presenten monotributo social deberán presentar garantía |
| Pasivos | <ul style="list-style-type: none"> - Último comprobante de cobro |
| Sin comprobante de ingresos o con planes sociales | <ul style="list-style-type: none"> - Se comprueba el historial crediticio del solicitante a través de la consulta a algún sistema de scoring - Se solicita un garante |

- **Conducta de pago en los sistemas de información crediticia**

En primer lugar, se investigaba el historial del solicitante con la tienda departamental asociada a Tarjeta Andes. Se buscaba encontrar cuál era el estado de la cuenta corriente del cliente con el negocio y cuáles habían sido las compras realizadas durante los últimos 18 meses. En segundo lugar, si el cliente no tenía historial con la tienda departamental o si no había realizado operaciones en los últimos 18 meses, se consultaba a un sistema de *scoring* privado que otorgaba información crediticia y de gestión de cobranzas focalizada en entidades financieras, comerciales y de servicios. Esta base de datos permitía consultar los movimientos crediticios de los clientes y observar sus condiciones y compromiso de pago.

Los clientes que presentaban más de seis resúmenes con pagos mayores o iguales al pago mínimo, podían solicitar la evaluación de un aumento en sus límites de crédito. Para comenzar la evaluación el cliente debía presentar como mínimo el último recibo de sueldo.

Costos de Mantenimiento de la Tarjeta Andes

Los gastos de emisión del resumen de la tarjeta de crédito implicaban:

- ARS 3,48 + IVA sólo para compras en la tienda departamental asociada a la Tarjeta Andes.
- ARS 5,96 + IVA para otros consumos.
- Si no utiliza la Tarjeta Andes no tiene costo.

Los gastos por gestión de cobranzas incluían los siguientes:

- ARS 2,50 + interés, cuando paga el total fuera de término.
- ARS 3,50 + interés, cuando no registra pago o el pago es parcial.

Los intereses compensatorios por pagos fuera de término eran 0,20% diario o 6% mensual.

2. Información de la Cartera Total de Créditos de la Tarjeta Andes

La Tarjeta Andes comenzó sus operaciones en el año 2003 a luego de su separación de la tienda departamental que le dio origen. A partir de ese momento, la compañía comenzó a otorgar tarjetas de crédito a clientes y, consecuentemente, comenzó a originar créditos dentro de su cartera.

Hacia principios de 2008 su cartera de créditos estaba compuesta de la siguiente manera:

Resumen de la cartera total

Cartera Total

| | |
|------------------------|------------|
| Operaciones | 452.140 |
| Capital colocado (ARS) | 54.161.681 |

Análisis

| | |
|----------------------|--------|
| Operaciones Vigentes | 54.574 |
| Clientes Vigentes | 12.231 |

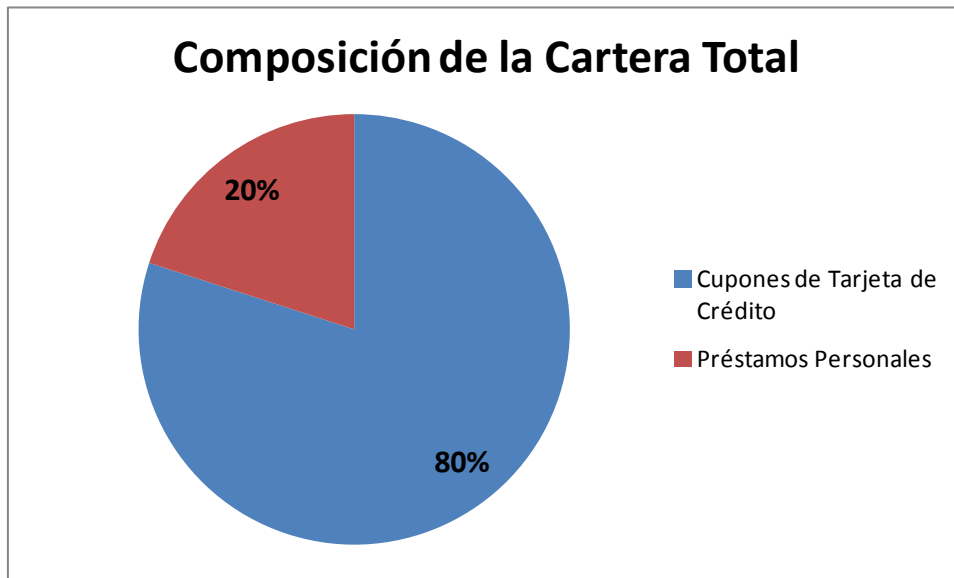
TIR de la cartera 57%

| | |
|---|------------|
| Saldo Capital (ARS) | 9.396.701 |
| Saldo de Capital + Saldo de Interés (ARS) | 11.723.842 |
| Cuota pura | 131 |
| Plazo | 9 |
| Antigüedad | 2 |
| Vida Remanente | 7 |

En enero de 2008 la compañía contaba con 452.140 operaciones que representaban un saldo de capital de ARS 54.161.681. Dentro de la cartera total la cantidad de operaciones vigentes eran 54.574, los cuales constituían una totalidad de 12.231 clientes. Las operaciones vigentes representaban un saldo de capital de ARS 9.396.701. El rendimiento promedio de la cartera era de un 57%.

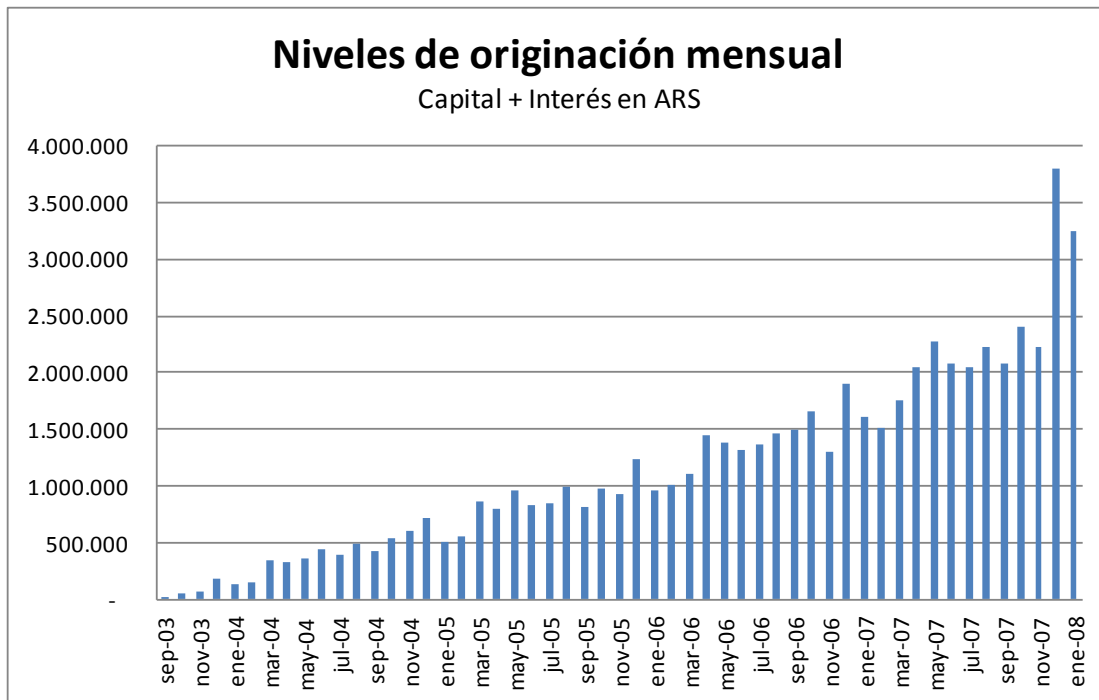
La cartera total de la compañía estaba compuesta por cupones de tarjeta de crédito y por préstamos personales de la siguiente manera:

Gráfico 6: Composición de la cartera total de Tarjeta Andes



El siguiente gráfico muestra los niveles de originación de la Tarjeta Andes desde sus inicios en septiembre de 2003 hasta enero de 2008, momento en el cual se comenzó a evaluar la posibilidad de estructurar un fideicomiso financiero.

Gráfico 7: Niveles de originación mensual de la Tarjeta Andes

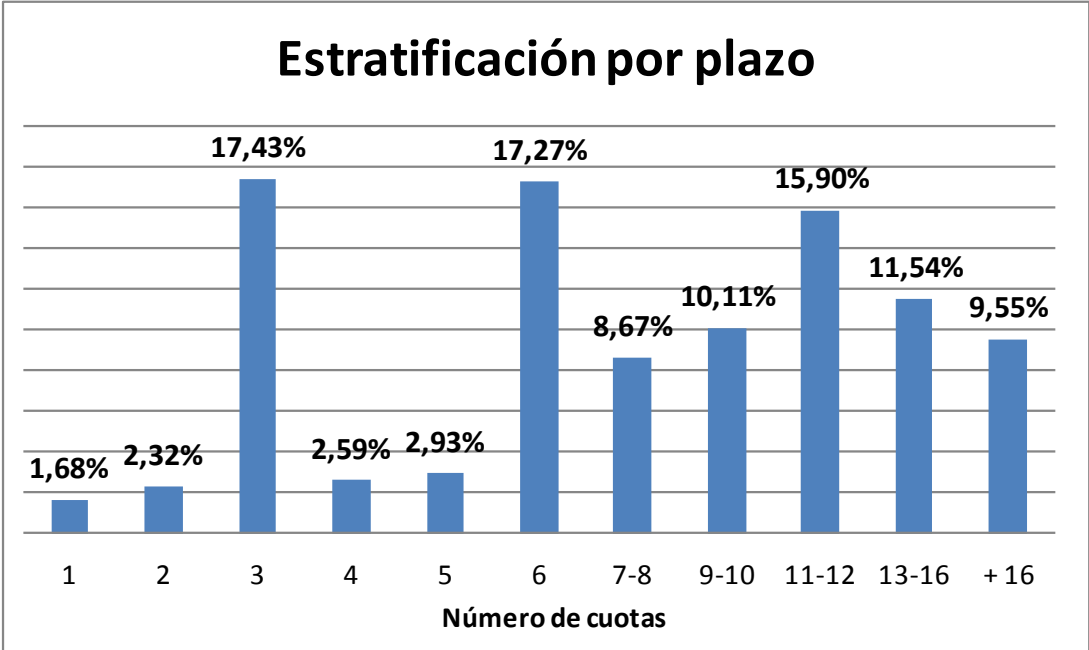


Los niveles de originación y de otorgamiento de plásticos a nuevos clientes tuvieron una tendencia creciente durante toda la vida del negocio. Como se puede observar en el gráfico

anterior, los niveles de originación mas altos de la tarjeta de crédito coinciden con el comportamiento habitual de consumo de la población Argentina. En el país, el pico de consumo suele asociarse al último trimestre de cada año, lo cual está explicado porque son meses que coinciden con determinadas fechas festivas como el día de la madre, navidad y año nuevo. Además diciembre coincide con el momento donde los trabajadores reciben la segunda parte del aguinaldo, lo cual fomenta el aumento de sus consumos.

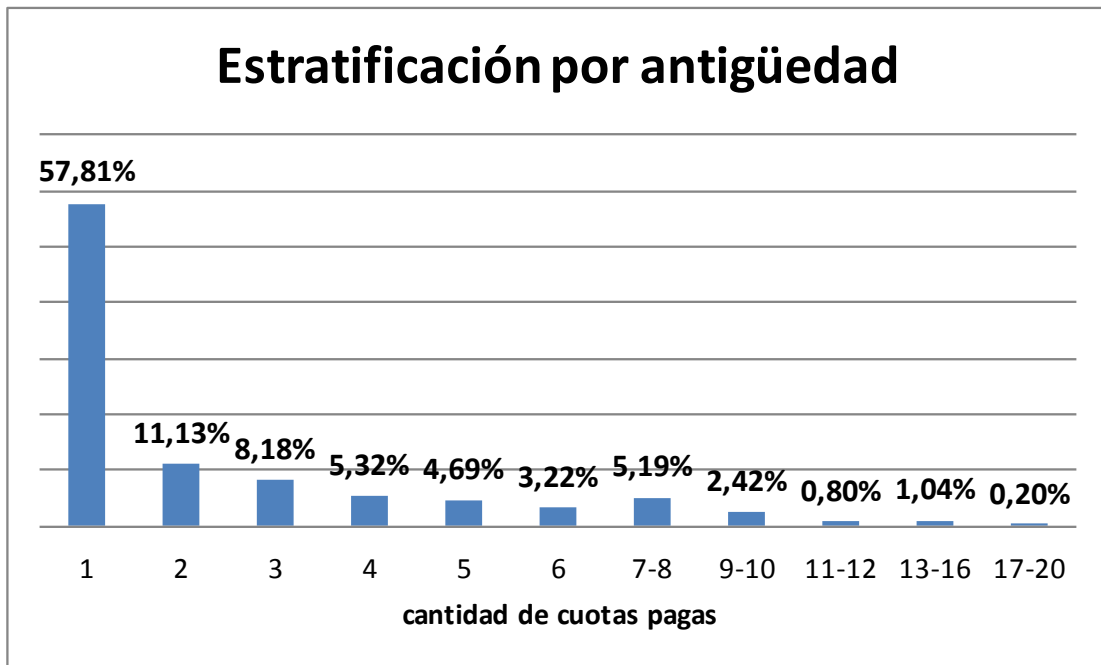
A continuación podemos observar la estratificación de la cartera por el número de cuotas de cada uno de los créditos. Es importante resaltar que, de acuerdo con el comportamiento de la población durante esos años, la mayoría de los créditos eran consumos realizados en 3, 6 y 12 cuotas.

Gráfico 8: Estratificación por plazo



Al momento de evaluar la posibilidad de estructurar un fideicomiso financiero en el caso de las tarjetas de crédito regionales es importante determinar cuál es la antigüedad de los créditos y cuántas cuotas tienen pagas. Esta información es fundamental en este tipo de fideicomisos debido a las características de sus clientes, quienes suelen ser individuos de sectores socioeconómicos medios-bajos y bajos, con un bajo nivel de bancarización, y de los cuales no contamos con demasiado historial crediticio. Entonces, conociendo la antigüedad de la cartera de créditos podemos analizar cuál es el comportamiento de pago de los clientes.

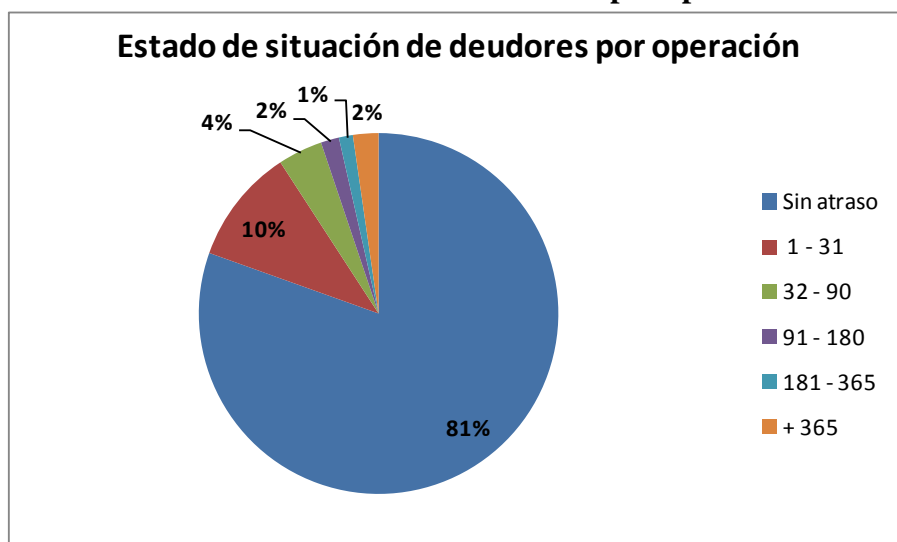
Gráfico 9: Estratificación por antigüedad



En el caso de la Tarjeta Andes, el 57,81% de la cartera estaba representado por créditos que tenían al menos la primera cuota paga. Si bien en este caso no tenemos un historial de los clientes demasiado extenso con la compañía, es una buena señal que los deudores no se atrasen en las primeras cuotas.

Otro factor importante al momento de analizar la cartera total de un originador es tener en cuenta la situación de atraso que tiene cada uno de los créditos. El siguiente gráfico muestra el porcentaje de créditos que se encuentra en cada nivel de incumplimiento.

Gráfico 10: Estado de situación de deudores por operación



De acuerdo con la información presentada en esos años, el 81% de los créditos no presentaban atrasos y solamente el 10% estaba en el estrato de entre 1 y 31 días de incumplimiento. Una buena característica de la cartera de Tarjeta Andes es que los atrasos mayores a 90 días solamente representaban el 5% de la cartera total, lo cual para un originador regional con pocos años de historia (hasta este momento tenía solamente cinco años de operación en el mercado) era una señal de que sus políticas de cobranza y de gestión de mora temprana parecían ser adecuadas y efectivas.

La información de vintage presenta cuál es el comportamiento de los créditos de la cartera, teniendo en cuenta el mes en el que fueron originados. A continuación presentamos la información de vintage de la cartera total, primero con atrasos mayores a 90 días y luego con atrasos mayores a 180 días. En ambos casos, los niveles de atrasos eran bajos con respecto a otros originadores en el mercado. El máximo atraso mayor a 90 días era del 1,76% y representaba los créditos originados en Mayo de 2007, mientras que el máximo nivel de atraso mayor a 180 días era del 1,68% y se asociaba con el mes de Abril de 2004.

En ambos casos, en los meses donde no se observa información, es porque la cartera no presentaba niveles de morosidad.

Gráfico 11: Vintage – atrasos mayores a 90 días

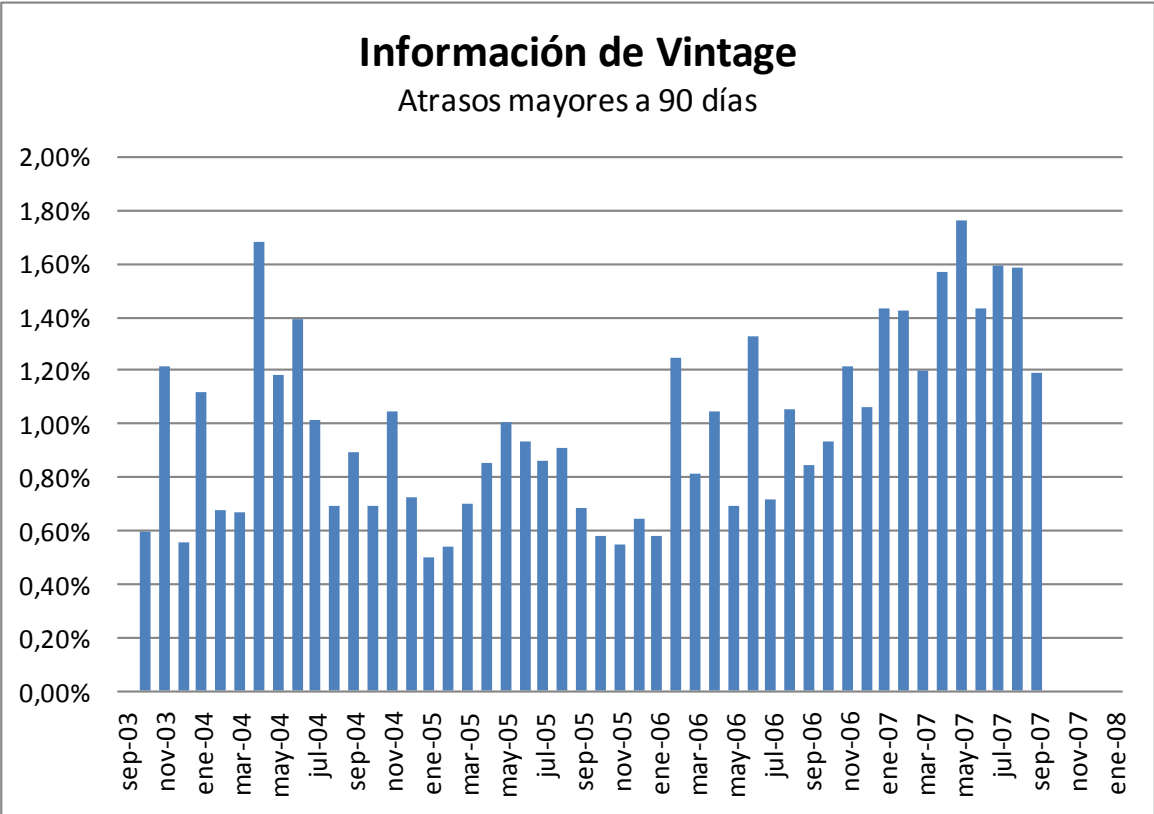
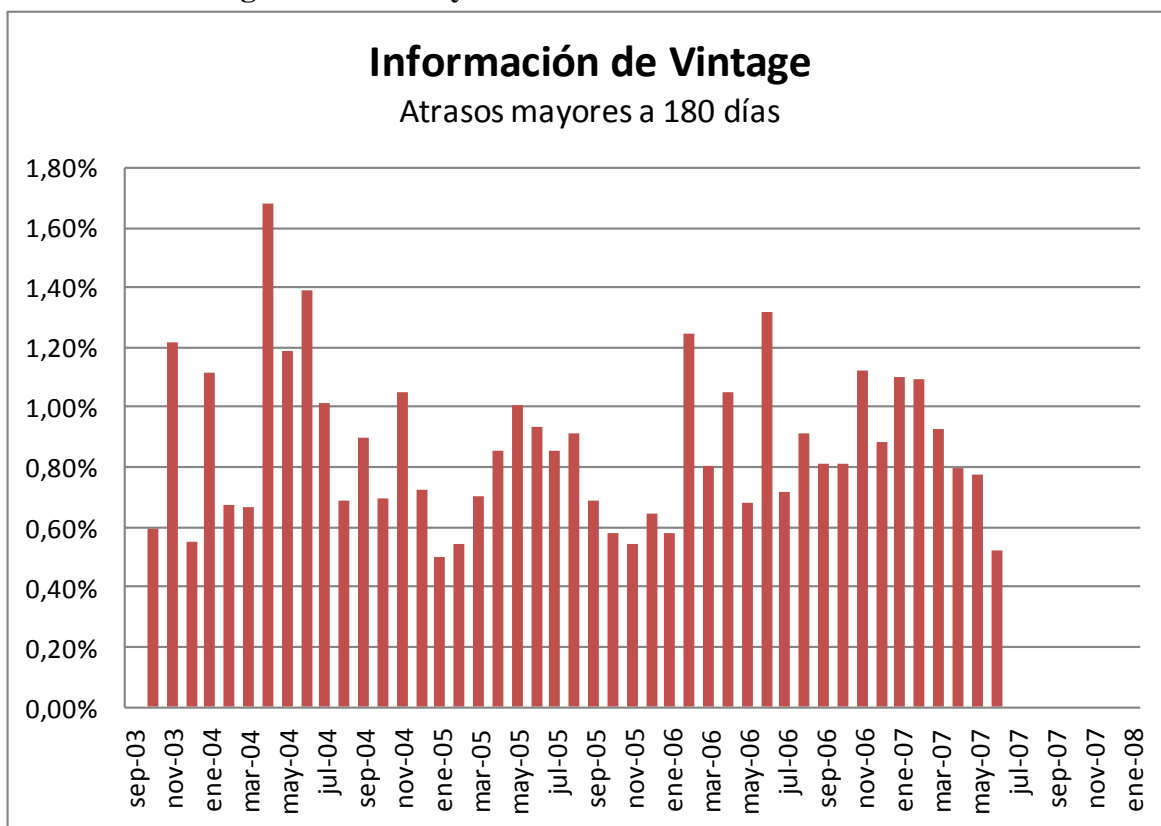


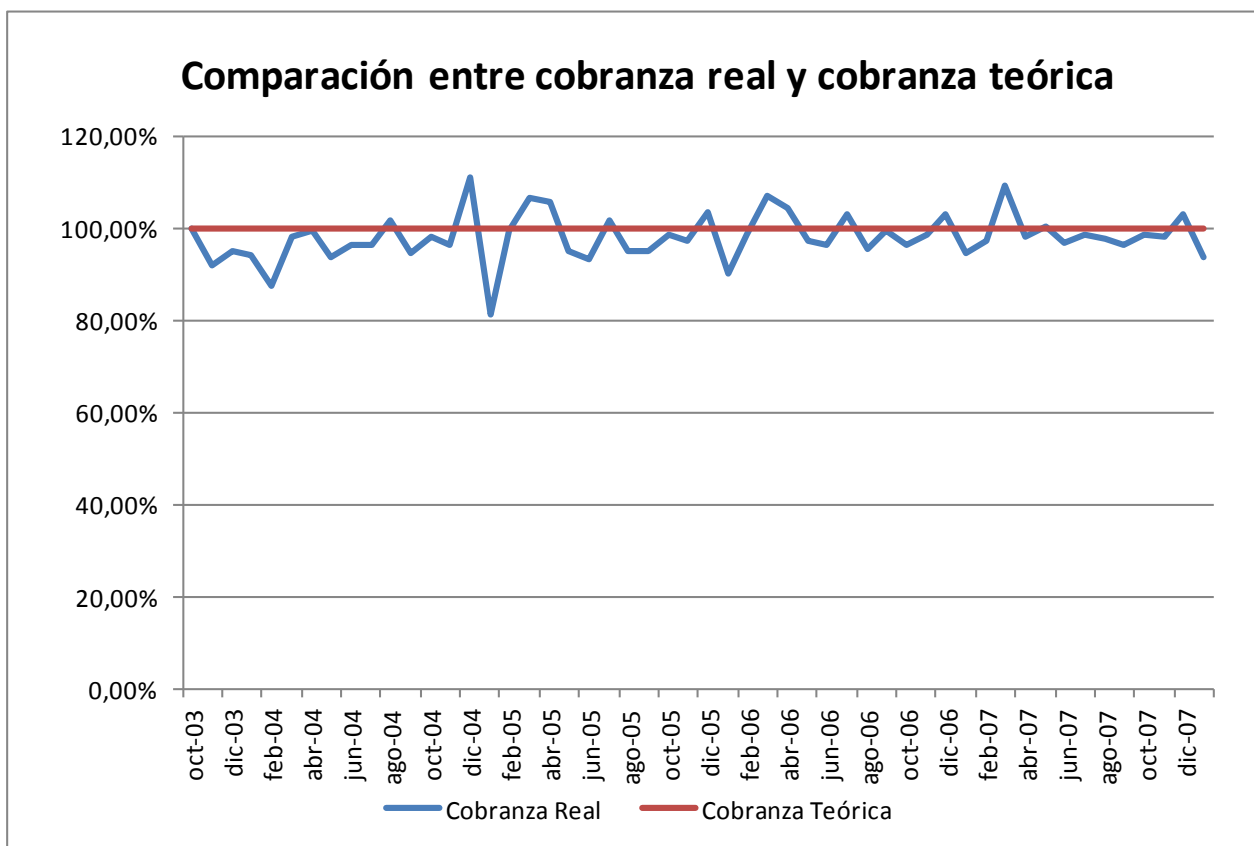
Gráfico 12: Vintage – atrasos mayores a 180 días



Otro factor importante a analizar era el porcentaje de las cobranzas de cada mes con respecto al saldo resumido. El siguiente gráfico muestra una comparación entre las cobranzas teóricas y los montos efectivamente cobrados a lo largo de la vida de la compañía. De acuerdo con la información presentada las cobranzas reales se mantuvieron por encima del 80% de las cobranzas esperadas y, en varios meses, superaron los montos proyectados. De esta manera, se puede afirmar que los niveles de cobranza de Tarjeta Andes eran adecuados teniendo en cuenta las características propias del negocio.

Además, es importante mencionar que la Tarjeta Andes tenía vigente la política de pago mínimo. El cliente podía realizar un pago mínimo que sería el pago del 80% del importe total del resumen. En estos casos se cobraba intereses compensatorios pero no se gestionaba ni se consideraba como atraso.

Gráfico 13: Cobranzas reales vs. Cobranzas teóricas



Por último, cuando se lleva a cabo el análisis de la cartera total de la compañía es importante también considerar la información presentada en los estados contables. En este caso, debido a que el cierre del ejercicio de la compañía era en el mes de abril, contamos con la información de los estados contables a Abril de 2008. A continuación presentamos un resumen de los principales estados contables y de algunos ratios financieros de la Tarjeta Andes.

Estado de Situación Patrimonial

| En ARS | abr-08 | En ARS | abr-08 |
|----------------------------------|-------------------|----------------------------------|-------------------|
| ACTIVO CORRIENTE | | PASIVO CORRIENTE | |
| Caja y Bancos | 26.465 | Deudas Comerciales | 3.234.561 |
| Créditos por Ventas | 10.857.810 | Deudas Bancarias | 450.000 |
| Otros Créditos | 912.778 | Deudas Sociales | 87.938 |
| TOTAL ACTIVO CORRIENTE | 11.797.053 | Deudas fiscales | 952.658 |
| | | Provisiones y Previsiones | 1.111.077 |
| | | Otras Deudas | 1.555.661 |
| | | TOTAL PASIVO CORRIENTE | 7.391.894 |
| ACTIVO NO CORRIENTE | | PASIVO NO CORRIENTE | |
| Bienes de Uso | 181.537 | Deudas Fiscales | - |
| TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE | 181.537 | TOTAL PASIVO NO CORRIENTE | - |
| | | TOTAL PASIVO | 7.391.894 |
| | | TOTAL PATRIMONIO NETO | 4.586.696 |
| TOTAL ACTIVO | 11.978.591 | TOTAL PASIVO + PN | 11.978.591 |

Con respecto al Estado de Situación Patrimonial, podemos observar que el activo tenía la típica composición de una compañía de tarjetas de crédito, donde la mayor proporción del mismo estaba representada por créditos por ventas. Esto también se evidenciaba en los altos ratios de liquidez que se encuentran en la página siguiente. Además, el activo no corriente era mucho menor que el activo corriente, y únicamente estaba conformado por bienes de uso.

El pasivo estaba principalmente compuesto por deudas comerciales, las cuales representaban las obligaciones que tenía la tarjeta de crédito con los comercios donde los clientes realizaban los consumos y pagaban utilizando los plásticos. Además, en el año 2008 la compañía tenía vigente una deuda bancaria que fue cancelada antes del cierre del ejercicio del año siguiente. Entonces, de acuerdo con esta información y con los ratios de financiación de la inversión y de capital de giro presentados más adelante, podemos afirmar que Tarjeta Andes, mientras consideraba la posibilidad de armar un fideicomiso financiero, se financiaba con generación interna, aportes de capital de los accionistas y, en menor medida, con líneas de crédito bancarias. Como también muestran los ratios de endeudamiento y el índice de deuda/EBITDA en la página siguiente, el nivel de endeudamiento de la compañía era alto y estaba representado por las obligaciones de corto plazo mencionadas previamente.

| | |
|---------------|---------------|
| Ratios | abr-08 |
|---------------|---------------|

Indices Financieros

| | |
|--------------------|------|
| Liquidez Acida | 1,60 |
| Liquidez Corriente | 1,60 |

Indices de endeudamiento

| | |
|-----------------------------|------|
| Endeudamiento total | 1,61 |
| Endeudamiento a corto plazo | 1,61 |
| Endeudamiento a largo plazo | - |

Indices de gestion y estructura

| | |
|--|-------|
| Grado de liquidez de la inversion | 0,98 |
| Inmovilizacion | 0,02 |
| Inmovilizacion del capital propio | 0,04 |
| Grado de cobertura de las inmovilizaciones | 25,27 |

Financiación de la inversión

| | |
|-----------------------------------|------|
| Con capital de 3ros | 0,62 |
| Con capital de 3ros a corto plazo | 0,62 |
| Con capital de 3ros a largo plazo | - |
| Con capital propio | 0,38 |

Capital de giro

| | |
|-----------------------------------|------|
| Financiación con capital propio | 0,37 |
| Financiación con capital de 3ros. | 0,63 |

Capital inmovilizado

| | |
|-----------------------------------|--------|
| Financiación con capital propio | 25,27 |
| Financiación con capital de 3ros. | -24,27 |

Aplicaciones de capital propio

| | |
|-------------------------------------|------|
| Aplicación a capital de giro propio | 0,96 |
| Aplicación a capital fijo | 0,04 |

| | |
|----------------|------|
| Deuda / EBITDA | 2,14 |
|----------------|------|

Estado de Resultados

| En ARS | abr-08 |
|--------------------------------|------------------|
| Ventas | 7.535.413 |
| Costo del Servicio | -572.450 |
| Resultado Bruto | 6.962.964 |
| Gastos de comercialización | -2.431.740 |
| Gastos de Adiministracion | -1.081.651 |
| EBITDA | 3.449.572 |
| Amortizaciones | - |
| EBIT | 3.449.572 |
| Resultado Por Tenencia | -134.068 |
| Otros Ingresos y Egresos | 8.801 |
| EBT | 3.324.305 |
| Impuesto a las Ganancias | -1.111.077 |
| Resultado del Ejercicio | 2.213.228 |

De acuerdo con la información presentada en el Estado de Resultados, en el último ejercicio la compañía presentó resultados positivos. Esto fue explicado principalmente por un aumento en las ventas, el cual fue suficiente para compensar el aumento en los costos operativos del negocio.

3. Estructura del Fideicomiso Financiero Tarjeta Andes

El fideicomiso financiero que Tarjeta Andes, junto con sus asesores financieros, buscaba armar tenía el objetivo de securitizar cupones de tarjeta de crédito y préstamos personales originados en pesos por la compañía, a partir de la utilización de la tarjeta de crédito Andes.

Tabla 4

| Participantes de la transacción | |
|--|--|
| Fiduciario | Standard Bank Argentina S.A. |
| Fiduciante - Administrador | Tarjeta Andes S.A. |
| Asesor Financiero - Agente de Control y Revisión | Deloitte & Touche - Corporate Finance S.A. |
| Asesores Legales | Nicholson y Cano Abogados |

El fideicomiso financiero iba a emitir una clase de valores de deuda fiduciaria (VDF) por hasta ARS 8.000.000 y una clase de certificados de participación (CP) por hasta ARS 2.000.000. Los tenedores de los VDF iban a tener el derecho de recibir mensualmente una

amortización del capital más un rendimiento representado por una tasa fija. En cambio, los tenedores de los CP iban a tener el derecho al cobro mensual del flujo de fondos remanente de la cartera, una vez cancelados íntegramente los VDF. El plazo de cada clase de los títulos emitidos por el fideicomiso financiero vencía a los 180 días de la fecha de vencimiento normal del crédito de mayor plazo.

El flujo de fondos teórico que respaldaba a los títulos emitidos por el fideicomiso financiero Tarjeta Andes tenía una duración de 18 meses y había sido construido teniendo en cuenta los créditos originados por el uso de las tarjetas de crédito que habían sido emitidas por la compañía. Además, la cartera cedida iba a tener un rendimiento del 57%

El siguiente cuadro muestra la estructura de emisión del fideicomiso financiero Tarjeta Andes:

Tabla 5

| Título | Monto de emisión (ARS) | Participación | Subordinación | N° de pagos de servicios mensuales |
|---------------|-------------------------------|----------------------|----------------------|---|
| VDF | 8.000.000 | 80% | 20% | 5 |
| CP | 2.000.000 | 20% | - | 12 |

Los ingresos del fideicomiso financiero, como consecuencia del cobro de los créditos y del resultado de la colocación, se distribuirán teniendo en cuenta el siguiente orden de pagos:

Mientras estén vigentes los VDF

1. Al fondo de gastos;
2. Al fondo por riesgo de administración;
3. Al pago del rendimiento de los VDF;
4. Al pago de la amortización atrasada de los VDF;
5. Al pago de la amortización correspondiente a los VDF.

Una vez cancelados los VDF:

1. Al fondo de gastos;
2. Al pago de los gastos afrontados por el fiduciante;
3. Al pago de los CP hasta la cancelación de su valor nominal, menos ARS 1.000 (saldo que se pagará en la última fecha de pago de servicios);
4. El remanente, de existir, se considerará utilidad de los CP.

Además, el fideicomiso financiero Tarjeta Andes constituirá una serie de fondos que le permitirán hacer frente a las distintas obligaciones que se le presenten a lo largo de la vida de la transacción.

En primer lugar, el fiduciario debía a constituir un fondo de reserva impositivo para hacer frente al pago de los impuestos aplicables al fideicomiso. El monto de este fondo iba a ser determinado por el fiduciario de acuerdo a las obligaciones impositivas de la transacción y debía constituirse con los fondos depositados en la cuenta fiduciaria.

En segundo lugar, el fiduciario debía retener de la cuenta de cobranzas un monto para constituir un fondo por riesgo de administración. El fondo siempre tenía que ser igual a los próximos dos servicios de interés teórico de los VDF debido a que iba a ser aplicado por el fiduciario al pago de servicios de esos títulos cuando, por cualquier motivo, no se pudiera cumplir con las obligaciones del fideicomiso.

Además, el fiduciario sería el encargado de retener del monto producido por la colocación de los títulos de deuda un total de ARS 30.000 que iba a ser destinado a la constitución de un fondo de gastos. El objetivo de este fondo es poder cancelar en cualquier momento los gastos que debe afrontar mensualmente el fideicomiso financiero. Siempre que el fondo estuviera constituido por un importe menor al indicado previamente, el fiduciario sería el encargado de utilizar el dinero de las cobranzas mensuales para restablecer su importe mínimo.

El fideicomiso financiero Tarjeta Andes se veía obligado a hacer frente a una serie de gastos e impuestos que se resumen en el siguiente cuadro.

Tabla 6

| | |
|------------------------------|--|
| Fiduciario | Como organizador: 0,70% sobre el valor nominal de la serie. Como Administrador: ARS 5.500 mensuales. |
| Underwriter | Se aplicará la tasa Badlar corregida más 500 puntos básicos. El monto del adelanto no podrá superar el 75% del valor nominal de la cartera cedida al fideicomiso. |
| <i>Servicer</i> (Fiduciante) | ARS 5.000 mensuales. |
| Agente de Control y Revisión | ARS 3.500 mensuales. |
| Calificadora de Riesgo | ARS 30.000 iniciales y ARS 3.000 por monitoreo trimestral. |
| Impuestos | Impuesto a las ganancias: 35%. Impuesto al valor agregado: 21%. Impuesto a los débitos y créditos: 0,6%. Impuesto a los ingresos brutos: 4,9%. |

Los valores fiduciarios iban a ser colocados por oferta pública dirigida al público en general en la República Argentina. Además, podían cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y podían negociarse en el Mercado Abierto Electrónico.

Los títulos iban a ser colocados por el sistema holandés al precio que se determine por su aplicación, de acuerdo al rango de la tasa interna de retorno (TIR) o precios ofrecidos en las solicitudes de suscripción recibidas por el colocador durante el período de colocación²⁸.

Además, existía un convenio de underwriting en virtud del cual Standard Bank Argentina S.A. en su carácter de *underwriter* se comprometía a adquirir los valores fiduciarios que no hubieran sido adquiridos por el público a la finalización del período de colocación. De ocurrir esta situación, Standard Bank Argentina S.A. comprometía sus mejores esfuerzos para enajenar su tenencia en el mercado en el plazo más breve posible.

4. Resultado de la Estructuración

El fideicomiso financiero desarrollado por la Tarjeta Andes junto con sus asesores financieros nunca logró ser estructurado y ni sus títulos colocados en el mercado por dos motivos principales.

En primer lugar, la transacción se veía limitada por los niveles de originación que tenía la compañía. La cartera de clientes de Tarjeta Andes, en comparación con aquellas pertenecientes a otras tarjetas regionales, era acotada. Entonces, los niveles de originación de nuevos créditos eran también limitados. De esta manera, la compañía tenía una cartera con un volumen de créditos que resultaba insuficiente para estructurar un fideicomiso financiero de este tipo.

Es importante recordar que, la capacidad de la compañía de tener un nivel de originación amplio y sostenido en el tiempo es fundamental para llevar a cabo este tipo de transacciones, incluso cuando no tienen una estructura revolving. Esto se debe principalmente a que los créditos originados por el fiduciante son la única fuente de repago de los títulos emitidos y siempre debe haber un excedente que le permita incorporar nuevos créditos a la cartera, bajo las condiciones que establecen este tipo de contratos, en caso de resultar necesario.

En segundo lugar, los costos del fideicomiso financiero Tarjeta Andes eran demasiado elevados para la estructura que se pretendía construir. Los costos fijos de este fideicomiso financiero eran muy altos debido a que era la primera serie que emitía ese originador. Generalmente, los nuevos fideicomisos financieros suelen tener un poder de negociación

²⁸ Las ofertas referentes a los VDF debían indicar la TIR solicitada, mientras que las ofertas de los CP debían indicar el precio. Las ofertas para los VDF serán clasificadas comenzando con las ofertas que soliciten la menor TIR, y continuando hasta agotar los VDF disponibles, fijándose como tasa la que resulte de la TIR ofrecida que agota la totalidad del monto emitido. Las ofertas para los CP serán clasificadas comenzando con las ofertas que ofrezcan el mayor precio y continuando hasta agotar la totalidad de los CP disponibles, fijándose como precio de adquisición el que agota la totalidad del monto emitido.

menor frente a los participantes que prestan sus servicios a la transacción, debido a su menor experiencia y reconocimiento en el mercado.

Además de ser una primera serie, como el volumen de la cartera es escaso el fideicomiso financiero iba a terminar pagando tasas de interés demasiado elevadas a los títulos de deuda que emitiera.

Asimismo, podemos identificar otros inconvenientes, tanto internos como externos, a los cuales se enfrentaron los estructuradores y la compañía. Si bien estos inconvenientes no fueron determinantes, constituyeron elementos importantes que contribuyeron a la imposibilidad de llevar a cabo la transacción.

Primero, al momento de presentar la documentación ante el regulador tuvieron que enfrentarse a grandes demoras en las aprobaciones. Estos retrasos en la aprobación por parte de la CNV ocasionaron por un lado, que se acumulara una gran cantidad de intereses de *underwriting*, y por el otro, que una buena parte de los créditos inicialmente cedidos al fideicomiso vencieran. Esto último, obligaba a reemplazar una parte importante de la cartera e implicó que se tuviera que hacer frente a importantes costos impositivos.

Segundo, debido a que se trataba de una primera serie del fideicomiso financiero Tarjeta Andes y que el fiduciante no era una compañía conocida en el mercado de capitales, la transacción dependía fuertemente de la calificación de riesgo. Sin embargo, por las características propias de la estructura, la primera serie de este fideicomiso financiero no podía conseguir una calificación que fuera atractiva para el mercado en una primera serie.

Además, el fideicomiso financiero estaba estructurado de manera tal que buscaba emitir una clase de valores de deuda fiduciaria que pagaba una tasa fija y que eran de corto plazo, junto con una clase de certificados de participación. Este tipo de estructuras no son las más atractivas para los inversores, debido a que los títulos no tienen la duración ni pagan un interés que pueda competir con otros títulos emitidos por estructuras similares en el mercado. Entonces, de haberse estructurado el fideicomiso financiero, probablemente el resultado de la colocación de los VDF no hubiera sido el esperado.

Por último, Tarjeta Andes era una compañía que se había independizado de la tienda departamental que le dio origen solamente hacía 5 años. Como fue mencionado previamente, su cartera de clientes y de tarjetas de crédito emitidas era pequeña y, si bien los niveles de morosidad que presentaban los créditos eran bajos con respecto al resto de las tarjetas de crédito regionales, la compañía todavía necesitaba terminar de consolidarse internamente. La Tarjeta Andes únicamente tenía 5 sucursales que debían cubrir y gestionar la cartera de clientes pertenecientes a una amplia zona geográfica, por lo tanto, tenía una deficiencia en su estructura organizacional.

5. Mejoras Propuestas a la Estructura del Fideicomiso Financiero Tarjeta Andes

Ante la imposibilidad de salir al mercado con el fideicomiso financiero Tarjeta Andes en el año 2008, a continuación se enunciarán una serie de recomendaciones para desarrollar una estructura de financiamiento más eficiente para esta tarjeta de crédito regional.

Debido a que el volumen de créditos y de clientes de la cartera de Tarjeta Andes entre los años 2007 y 2008 no era suficientemente grande como para llevar a cabo una transacción como la que habían diseñado, la compañía podría haber aprovechado otras formas de financiamiento. Una buena alternativa para la compañía en ese momento hubiera sido explotar durante algunos años más las líneas de crédito que tenía con los bancos comerciales. De esa manera, Tarjeta Andes hubiera podido conseguir una buena parte del financiamiento que necesitaba y se podría haber concentrado en intentar llevar a cabo una política de crecimiento agresiva.

También es importante hacer referencia a las características de los títulos que buscaba emitir el fideicomiso financiero. Si Tarjeta Andes conseguía securitizar una cartera con un volumen de créditos mayor, es posible que el fideicomiso hubiera podido realizar una emisión de títulos también más grande y con tasas de interés mayores. De esta manera, la inversión en esos valores fiduciarios hubiera resultado más atractiva para los inversores. Incluso, con una cartera mayor se podría haber evaluado la posibilidad de emitir distintas clases de VDF, con niveles de riesgo y tasas de interés diferentes, que pudieran cubrir las necesidades de inversión de distintos tipos de inversores.

Además, recurrir a tipos de financiamiento alternativos previamente a estructurar el fideicomiso financiero le hubiera otorgado a la compañía el tiempo necesario para desarrollar una estrategia comercial que le permitiera incrementar los niveles de originación, sin descuidar los excelentes niveles de cobranzas que mantenía, para aumentar el volumen de su cartera de créditos.

Como fue analizado previamente, el escaso volumen de créditos era uno de los principales factores que dificultó la concreción del fideicomiso financiero y una expansión del negocio podría haber revertido esta situación. Sin embargo, este tipo de políticas de expansión deben ser desarrolladas con cautela en el caso de las tarjetas de crédito regionales. La expansión de este tipo de compañías, tanto dentro de la localidad donde llevan a cabo su negocio como hacia nuevas ciudades, depende en gran medida de campañas publicitarias, profundos estudios de mercado y de la capacidad de la estructura interna de la empresa para poder aumentar la escala de su negocio sin descuidar las exitosas políticas de cobranza y de gestión de morosidad.

Por último, el momento en el que la compañía decidió estructurar el fideicomiso financiero probablemente no fue el más adecuado.

En primer lugar, teniendo en cuenta la crisis mundial del sistema financiero que había comenzado poco tiempo antes de 2008 y que, si bien las repercusiones en Argentina no fueron inmediatas ni tan severas como en otros países, tanto los inversores como los distintos participantes del mercado local tomaron una actitud conservadora frente a la misma. Además, la crisis había iniciado en Estados Unidos a partir de una deficiencia en la evaluación de determinados productos estructurados, lo cual tampoco le otorgaba una buena imagen al mercado local de productos estructurados en general.

En segundo lugar, la compañía todavía no estaba lo suficientemente desarrollada internamente como para cumplir con los requisitos regulatorios y los procesos administrativos internos que este tipo de estructuras requiere.

En resumen, la compañía debería haber esperado algunos años más para integrar al fideicomiso financiero dentro de su estructura de financiamiento. Durante esos años, Tarjeta Andes podría haber recurrido a alternativas de financiamiento más tradicionales como a préstamos bancarios y a solicitar líneas de crédito en nuevas instituciones bancarias. Además, durante esos años la compañía debería haberse focalizado en llevar a cabo un fuerte crecimiento de su negocio para aumentar los niveles de originación y su cartera de clientes y así contar con un mayor volumen de créditos que puedan respaldar el tipo de fideicomiso financiero que la compañía buscaba estructurar. Sin embargo, las importantes políticas de crecimiento de la Tarjeta Andes debían realizarse con la precaución de continuar con las excelentes políticas de cobranza para continuar con los bajos niveles de morosidad de su cartera de créditos. Finalmente, el mayor volumen de créditos podría haber colaborado a que el fideicomiso financiero que la compañía lograra estructurar pudiera emitir títulos por un valor de emisión mayor y plazos más largos, que representen una alternativa de inversión mucho más atractiva para los principales inversores del mercado local.

VI. Conclusión

Las tarjetas de crédito regionales de Argentina son compañías que presentan una estructura de negocios y una cartera de clientes con características que posibilitan y promueven la estructuración de fideicomisos financieros. Además, la incorporación de los mismos dentro de su esquema de financiamiento le permite a la compañía cubrir sus necesidades de liquidez de manera óptima.

En primer lugar, las tarjetas de crédito regionales son pequeñas y medianas empresas cuyo negocio principal consiste en la financiación del consumo de clientes que pertenecen a niveles socioeconómicos bajos y que tienen escaso nivel de bancarización. De esta manera, regularmente generan una cartera de cuentas por cobrar que, por sus características específicas, es susceptible de ser securitizada.

Las fuentes de financiamiento tradicionales para estas compañías suelen ser aportes de capital de los accionistas y préstamos bancarios. Estas fuentes de financiamiento generalmente no le permiten contar con grandes montos en el corto plazo y, en el caso de los préstamos bancarios, suelen exigir el pago de intereses muy altos. Entonces, son estas limitaciones las cuales impulsan a las tarjetas de crédito regionales a buscar fuentes de financiamiento fuera de las tradicionales, como por ejemplo en el mercado de capitales. Sin embargo, como no son compañías grandes con departamentos y recursos suficientes para generar toda la información y cubrir las necesidades regulatorias que implica ser una compañía pública, la emisión de otros instrumentos, como acciones u obligaciones negociables, suele ser dificultosa en un primer acercamiento al mercado de capitales.

En ese contexto, la estructuración de un fideicomiso financiero le permite conseguir financiamiento de montos más altos y liquidez en el corto plazo, con tasas de interés más bajas que las que deberían afrontar ante las alternativas de financiamiento tradicionales. A pesar de la gran cantidad de costos que implica la estructuración de estas transacciones, si se lleva a cabo en el momento indicado tanto para la compañía como para el mercado, el monto de financiamiento recibido a cambio sigue siendo superior a los gastos y tasas de interés que deben afrontar.

El fideicomiso financiero contribuye a eliminar los descalces financieros en plazos y tasas. Además, la estructura revolving que típicamente presentan este tipo de fideicomisos financieros colabora incorporando nuevos créditos a la cartera securitizada en reemplazo de aquellos que fueron liquidados o que presentan altos niveles de incobrabilidad, permite hacer frente al pago de los servicios de capital e interés de los títulos de deuda a pesar de tener plazos mucho mayores a aquellos de los créditos inicialmente securitizados.

Por otra parte, los clientes de las tarjetas de crédito regionales son funcionales a la estructuración de este tipo de fideicomisos financieros. Su cartera de clientes está formada por individuos que pertenecen a sectores socioeconómicos medio-bajos y bajos, que presentan muy bajos niveles de bancarización, o incluso que no están bancarizados, y utilizan estas tarjetas de crédito para financiar consumos básicos y cotidianos. Además, debido al bajo nivel de bancarización, la información disponible sobre el historial crediticio de estos individuos suele ser escasa y, en algunos casos hasta inexistente. Sin embargo, los niveles de morosidad de estos créditos suelen ser muy bajos comparados con clientes de tarjetas de crédito que apuntan a un target de clientes que pertenecen a sectores socioeconómicos más elevados y de los cuales se cuenta mayor información crediticia.

El motivo principal que explica esta realidad paradójica es que para los primeros, en la mayoría de los casos las tarjetas de crédito regionales son las únicas fuentes de financiamiento a las cuales pueden acceder. Entonces, aquellos que solamente tienen una tarjeta de crédito regional y que además la utilizan para financiar consumos cotidianos, de bienes considerados de primera necesidad o básicos, intentan preservar la única fuente de financiación que posee e intenta no atrasarse en los pagos. Además, muchas de las tarjetas de crédito regionales también ofrecen otros servicios como préstamos personales. Entonces, como sus clientes no pueden acceder a los mismos en un institución financiera bancaria, si su historial crediticio con la tarjeta de crédito es adecuado es muy probable que pueden acceder a esos préstamos.

Por último, las políticas de fomento al consumo de los últimos años fueron un factor beneficioso para las tarjetas de crédito regionales porque les permitió aumentar sus niveles de originación, tanto en montos como en cantidad de créditos. Entonces, el aumento en la originación fomentó que las compañías de tarjetas de crédito regionales de Argentina recurrieran con mayor frecuencia a la securitización de esa mayor proporción de cuentas por cobrar que tuvieron en sus activos.

Adicionalmente, como se evidenció en el caso de Tarjeta Nevada, las tarjetas de crédito regionales utilizan al fideicomiso financiero como un primer acercamiento al mercado de capitales. En un principio, al ser pequeñas y medianas empresas, no pueden cumplir con las necesidades de reporte y los requisitos regulatorios de ser una compañía pública porque su estructura organizacional no suele tener los medios para realizarlo. Entonces, a medida que la compañía lleva a cabo políticas de expansión de su negocio puede utilizar al fideicomiso financiero como una primera alternativa de financiamiento en el mercado de capitales.

De esta manera, una vez que la tarjeta de crédito desarrolle sus políticas de expansión que le permitan salir de sus límites de tarjeta regional, como sucedió con la experiencia de

Tarjeta Nevada, puede comenzar a financiarse emitiendo otros instrumentos como obligaciones negociables o acciones.

Un factor importante a tener en cuenta es que la elección de estructurar un fideicomiso financiero no implica que tenga que ser la única fuente de financiamiento para estas compañías. En realidad, la estrategia de financiamiento óptima para las tarjetas de crédito regionales suele estar compuesta por una combinación entre fuentes de financiamiento tradicionales y fuentes relacionadas al mercado de capitales, como los fideicomisos financieros. En estos casos, es el asesor financiero de la compañía junto con los sectores de finanzas y gestión de la compañía los encargados de definir la estrategia de financiamiento óptima para cada momento. Asimismo, en el caso de Tarjeta Nevada, la emisión de obligaciones negociables en un principio coexistía con la estructuración de fideicomisos financieros y con fuentes de financiamiento tradicionales.

A pesar de los beneficios mencionados en los párrafos anteriores, las tarjetas de crédito regionales deben tener en cuenta otros factores al momento de decidir estructurar un fideicomiso financiero.

Como fue explicado en el análisis del caso de Tarjeta Andes, la compañía no tenía los años de experiencia suficiente para hacer frente a los requisitos operativos de la administración y el reporte sobre el comportamiento de los créditos securitizados. Además, el volumen de su cartera de créditos era acotado y no permitía contar con el margen necesario para cubrir la eventual necesidad de tener que realizar un cambio de cartera, ya sea por altos niveles de incumplimiento o por el vencimiento de los créditos.

Otro factor a tener en cuenta es el momento elegido para estructurar la transacción y emitir los títulos. Frecuentemente, las compañías con menor experiencia en el mercado de capitales no suelen esperar el momento necesario para la emisión entonces corren el riesgo de recibir una cantidad de ofertas menor a la esperada o de terminar pagando tasas de interés demasiado elevadas.

Por último, el contexto macroeconómico y regulatorio constituye un factor fundamental para todo tipo de decisión de financiamiento. En el caso del fideicomiso financiero Tarjeta Andes, las demoras en la aprobación de la documentación por parte de la CNV implicó que por un lado, que se acumulara una gran cantidad de intereses de *underwriting*, y por el otro, que una buena parte de los créditos inicialmente cedidos al fideicomiso vencieran. Estas demoras provocaron que, a los altos costos fijos que el fideicomiso tenía que enfrentar por ser una primera serie se le sumaran una gran cantidad de costos impositivos inesperados.

Teniendo en cuenta lo analizado en el presente trabajo, el fideicomiso financiero es una herramienta que otorga una gran cantidad de beneficios a las tarjetas de crédito regionales

formando parte de su estrategia de financiamiento. Sin embargo, al momento de planearla y de determinar las fuentes de fondos a las cuales se va a recurrir, tanto el fiduciante como sus asesores financieros deben analizar las principales características de la compañía, los deudores de los créditos securitizados, los inversores potenciales, y el contexto regulatorio y macroeconómico para elegir la combinación óptima entre todas sus posibles fuentes de financiamiento.

VII. Bibliografía

Argentina. *Ley N° 24.441 de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción*, de 22 de diciembre de 1994.

Ieral Pyme (2017): “Fideicomisos, Definición y Tipos”. < <http://www.ieralpyme.org>>

Banco Central de la República Argentina (2017): “Fideicomisos Financieros” <<http://www.bcra.gov.ar>>

Normativa Sobre Fideicomisos Financieros De La Comisión Nacional De Valores, Resolución CNV 671/2016, CNV, 27 de julio de 2016.

CNV (2007): “Fideicomiso Financiero”. <<http://www.cnv.gob.ar>>

Argentina. *Ley N° 27.346 de Impuesto a las Ganancias*, 27 de diciembre de 2016.

Argentina. *Ley N°27.273 de Impuesto al Valor Agregado*, 7 de septiembre de 2016.

Argentina. *Ley N° 23.966 de Impuesto sobre los Bienes Personales*, 1 de agosto de 1991.

Argentina. *Ley N° 27.260 de Reparación Histórica para Jubilados y Pensionados*, 30 de junio de 2016.

Argentina. *Ley N° 25.413 de Competitividad*, 24 de marzo de 2001.

Argentina. *Ley N°25.065 de Tarjetas de Crédito*, 7 de diciembre de 1998.

Comisión Nacional de Defensa de la Competencia (2016): “Tarjetas de crédito, débito y medios de pago electrónicos según investigación de mercado”.

Salas, C. y Demo, F. (2016): “El Entramado Financiero del Mercado de Tarjetas de Crédito”, Universidad Nacional de San Luis.

S&P Global Ratings (2016): “Crecimiento y Evolución de las Tarjetas de Crédito Regionales en Argentina”. < www.standardandpoors.com>

Suplementos de Prospecto y Contratos de Fideicomiso de los Fideicomisos Financieros Sucredito, Tarjeta Actual, Tarjetas Cuyanas, Tarjeta Nevada, Credimas y Tarjeta Elebar. <<http://www.cnv.gob.ar>>

Instituto Argentino para el Desarrollo de las Economías Regionales: “Titulización y Fideicomiso Financiero una Forma Exitosa para Crecer”.

Schvartz, F. (2009): “El Mercado Regional de Capitales como Generador de Riqueza: El Fideicomiso Público Municipal y el Fondo de Inversión Directa Agrícola”, Universidad Nacional de Córdoba.

Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables de Tarjetas Cuyanas S.A.
<<http://www.cnv.gob.ar>>

Cámara Argentina de Comercio y Servicios (2016): “Informe sobre la cuestión de las tarjetas de crédito y débito”.

BCRA (2015): Registro de Proveedores No Financieros de Crédito.

Argentina. *Ley N° 28.831 de Mercado de Capitales*, 29 de noviembre de 2012.

Leixner, T. (1999): “Securitization of Financial Assets”.

Píccoli, C. (2016): “Fideicomisos Financieros: Tratamiento Tributario en los Principales Impuestos Nacionales y Provinciales”, Revista OIKONOMOS.

Enlaces Consultados

<http://www.certacyc.com.ar>

<http://www.increasecard.com/blog>

<http://www.cnv.gob.ar>

<http://www.bcra.gov.ar>

<http://www.iader.org.ar/>

<http://redcame.org.ar/>

<http://www.economia.gob.ar/>

<https://www.cronista.com/>

<http://www.lanacion.com.ar/>

<http://www.ambito.com/>

<http://www.bcba.sba.com.ar/>

www.standardandpoors.com

<https://www.moody.com/>

<http://www.fixscr.com/>

