

## **Programa EMBA 2009**

# **Riesgos de administración en fideicomisos financieros de consumo en Argentina**

**Autor: EDUARDO D'ORAZIO**

**Tutor: PABLO ORAZI**

**Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Junio 2011**

**ABSTRACT:**

En este trabajo se analizó el rol de los riesgos de administración en los fideicomisos y eventuales conflictos de interés que pueden surgir en los fideicomisos financieros poniendo foco especialmente en los fideicomisos de préstamos de consumo e incurriendo también en un análisis de casos de lo sucedido con estas operaciones en el ámbito de la Oferta Pública en Argentina.

La característica de la tesis es que la misma tiene cualidad de exploratoria. Si bien existe mucha literatura respecto del funcionamiento y la fortaleza legal de los fideicomisos, no es fácil encontrar literatura respecto a la forma en que ciertas cuestiones operativas pueden afectar el desempeño de la herramienta. En base a los casos relevados de la población objeto de estudio en este trabajo (Fideicomisos Financieros de consumo en Oferta Pública en Argentina en el periodo 2003 – 2010), y a la modalidad general de cobranza de los créditos personales y de consumo destinados a público no bancarizado en Argentina, se concluye que las mayores implicancias negativas para los fideicomisos financieros de consumo se originaron en cuestiones operativas, como ser incumplimientos de parte de los fiduciarios actuando como administradores y agentes de cobro de los fideicomisos, y no por malos desempeños (baja cobrabilidad) de las carteras subyacentes.

En las operaciones de Securitización, la quiebra del originador, administrador o fiduciario resulta en el reemplazo de la parte fallida y no en la insolvencia del fideicomiso. Es por ello que los fideicomisos son generalmente considerados instrumentos de “quiebra remota” y el riesgo al que se encuentra expuesto el inversor queda limitado a los activos subyacentes. La idea de esta tesis no es cuestionar la fortaleza legal del instrumento, en la cual el autor cree fervientemente. Lo que se intenta demostrar a través de esta investigación es que el desempeño de los activos subyacentes, como una función de la calidad en la administración y cobranza de los mismos, no está completamente aislada del riesgo operacional del originador/administrador/agente de cobro. Esta situación se agudiza en nuestro mercado al ser una sola compañía la que generalmente desempeña las funciones de fiduciario, originador, administrador y cobrador.

En la medida en que surjan problemas en la compañía (como por ej.: un severo stress financiero), aumentan las posibilidades de estar expuestos a un riesgo de confusión de fondos (Commingling Risk), por lo cual resulta importante contar con un back up servicer (administrador sustituto) adecuadamente preparado para administrar los créditos en caso de falencia del administrador original.

El trabajo también resalta la importancia y la utilidad de esta herramienta, dado su marco legal, su versatilidad y sus diversas utilidades para los distintos participantes. El análisis también incorpora elementos que pueden

considerarse en las estructuras financieras en aras de mitigar el riesgo de administración.

Este problema se considera importante debido a que el riesgo que se está investigando puede atentar contra esta herramienta que en los últimos años ha resultado ser muy útil para permitir el acceso al mercado de capitales a empresas de diverso tamaño y actividad. Si bien el riesgo planteado subyace en todos los tipos de activos, la idea es resaltar el grado de complejidad que tiene mitigar este riesgo especialmente cuando se trata de carteras de préstamos de consumo "pago voluntario" muy atomizadas, siendo que este tipo de transacciones son muy relevantes en nuestro mercado.

La situación es más gravosa aun si se considera que muchas entidades fiduciantes son entidades que no se encuentran bajo la órbita y supervisión del BCRA, por lo que en el caso de tener inconvenientes se cae justicia ordinaria, a diferencia de las entidades sujetas a la Supervisión del BCRA, en la cual éste último eventualmente interviene en el marco de un proceso más transparente, ejecutivo y predecible.

La delimitación de la investigación en esta Tesis serán Fideicomisos Financieros de consumo en Oferta Publica en Argentina en el periodo 2003 - 2010.

*Palabras Clave:* Securitización, activos subyacentes, administración y cobranza, commingling risk, back up servicer

<b>INDICE</b>	<b>Página</b>
<b>INTRODUCCION</b>	<b>4</b>
<b>CAPITULO I: FIDEICOMISO</b>	<b>5</b>
I.1) Concepto	5
I.2) Partes de un Fideicomiso	5
I.2.1) otros conceptos	6
I.3) Bienes objeto de fideicomiso	6
I.4) Tipos de fideicomisos	7
<b>CAPITULO II: CARACTERISTICAS DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS</b>	<b>8</b>
II.1) Securitización	9
II.1.1) Documentos de la transacción	10
II.1.2) Características de los instrumentos estructurados	10
<b>CAPITULO III: ENUNCIADO Y FORMULACION DEL PROBLEMA</b>	<b>10</b>
III.1) Problemas que pueden surgir en los fideicomisos financieros de préstamos de consumo	11
III.1.1) Conflictos de Intereses	11
III.1.2) Naturaleza de los activos subyacentes; Incentivos del acreedor y deudor	12
III.1.3) Sistema de cobranzas típico de un fideicomiso financiero de préstamos de consumo	14
III.2 Mitigantes al problema	14
<b>CAPITULO IV: ANALISIS DE CASOS</b>	<b>15</b>
IV.1) INTRODUCCION	15
IV.1.1) Fideicomisos Otero	18
IV.1.2) Fideicomisos Bonesi	20
IV.1.3) Fideicomisos Confibono	24
<b>CONCLUSION</b>	<b>26</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>29</b>
<b>ANEXO I</b>	
Tasas de rendimiento de los fideicomisos financieros de consumo	30

**INTRODUCCION:**

Este trabajo presenta en primer término una breve reseña del mercado de fideicomisos en Argentina, para luego incursionar en el análisis teórico de esta herramienta en sus diversas formas. Más adelante se presenta el marco conceptual para uno de los tipos de fideicomiso, el “fideicomiso financiero”, y más específicamente para uno de los activos en particular, los prestamos de consumo y personales, incursionando en las particularidades de este tipo de operaciones en el mercado argentino.

Posteriormente se enuncian los problemas que pueden surgir en las transacciones de fideicomisos financieros de consumo, y los posibles mitigantes a dichos problemas, para lo cual se utiliza un análisis de casos que muestra la forma en que un fideicomiso de consumo puede verse afectado por riesgos operativos y conductas anómalas de los administradores y/o agentes de cobro. El análisis de estos problemas se enmarca dentro de las características específicas de las operaciones de este tipo en el mercado local, entre las cuales se destacan: i) tipo de activo subyacente (crédito personal y/o de consumo); ii) tipo de deudor (mayormente no bancarizado), iii) escaso /nulo uso de medios electrónicos para el pago de las cuotas (modalidad “manual” de cobranza), y iv) cobranza realizada en los propios locales de la empresa.

El problema abordado se considera importante dado que la ocurrencia de eventos adversos con los fiduciarios que ejercen la tarea de administradores y agentes de cobro, puede traer serios inconvenientes para los inversores en este tipo de instrumentos, atentando en consecuencia contra esta importante herramienta de financiamiento.

La importancia de los fideicomisos financieros reside en que adicionalmente a posibilitar el acceso al financiamiento en términos adecuados a muchas compañías, dada su propia naturaleza, ha permitido brindar una adecuada protección a los inversores, transformándose en una alternativa válida de inversión. En el Anexo 1 se presenta un análisis del rendimiento de algunos fideicomisos de consumo en forma comparativa a inversiones alternativas para el inversor, como ser letras del Banco Central de la República Argentina – Lebacs-, o plazos fijos.

Se han estructurado fideicomisos financieros con una gran diversidad de activos; hipotecas residenciales, prestamos de consumo y personales, cupones de tarjetas de crédito, créditos comerciales, etc, con una elevada participación relativa de los prestamos de consumo y personales. El siguiente cuadro muestra números de emisiones desde el 2003, que convalidan lo mencionado anteriormente:

**Cuadro1**

Año	Total mercado				Fideicomisos Prestamos Consumo						
	Emisiones		Fiduciarios		Emisiones				Fiduciarios		Descuento de haberes
	Monto Mill \$	Cantidad	Cantidad	Nuevos	Monto Mill \$	%	Cantidad	%	Cantidad	Nuevos	
2003	563	29	15	8	177	31,4%	16	55,2%	9	5	1
2004	1.680	82	36	22	377	22,4%	46	56,1%	16	5	4
2005	5.121	143	54	26	2.060	40,2%	78	54,5%	26	11	13
2006	7.539	202	71	21	3.372	44,7%	108	53,5%	35	9	11
2007	8.768	249	90	20	5.460	62,3%	151	60,6%	47	11	32
2008	9.742	241	88	20	6.368	65,4%	149	61,8%	47	9	37
2009	9.660	192	87	21	3.775	39,1%	117	60,9%	40	7	37
2010	18.142	195	77	23	6.276	34,6%	127	65,1%	37	8	23
2011 3 m	2.764	51	40	7	1.994	72,1%	32	62,7%	21	2	11
<b>Totales</b>	<b>63.979</b>	<b>1.384</b>			<b>29.859</b>		<b>824</b>				

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

## CAPITULO I: FIDEICOMISO

El fideicomiso es un contrato que puede emplearse para la realización de ilimitados fines. Es el negocio mediante el cual una persona transmite la propiedad de ciertos bienes con el objeto de que sean destinados a cumplir un fin determinado. En esta conceptualización genérica se destacan dos aspectos claramente definidos. Uno, la transferencia de la propiedad del bien; otro, un mandato en confianza.

El fideicomiso no constituye un fin en sí mismo, sino, en verdad, un vehículo apto para dotar de mayor seguridad jurídica a un determinado negocio. El adquirente es el receptor de ciertos bienes, los que se mantienen separados del patrimonio de los demás sujetos que participan en el negocio y del suyo propio. La propiedad que aquél ostenta desde el punto de vista jurídico carece de contenido económico, pues éste le pertenece al beneficiario o bien al fideicomisario, que puede ser el propio transmitente (fiduciante).

Existen diversos tipos de fideicomisos como ser: inmobiliarios, de garantía, financieros, entre otros. Nos referiremos aquí a los fideicomisos financieros y específicamente a aquellos sujetos al régimen de oferta pública.

### I.1) Concepto

El fideicomiso (fiducia significa "fe, confianza") es un instrumento de uso muy extendido en el mundo. Su correlato anglosajón es el trust y cuenta con antiguas raíces en el derecho romano.

La Ley 24.441 establece la figura del Fideicomiso y del Fideicomiso Financiero.

El art 1 de la Ley 24.441 dice: "Habrà fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario".

Por su parte el art. 14 sostiene que los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante, y en el art 15 afirma que: " los bienes fideicomitados quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario. Tampoco podrán agredir los bienes fideicomitados los acreedores del fiduciante, quedando a salvo la acción de fraude".

### I.2) Partes de un fideicomiso

Se requiere la intervención de por lo menos tres partes:

*1-Fiduciante, fideicomitente o constituyente:* es el propietario del bien que se transmite en fideicomiso y es quién instruye al fiduciario acerca del encargo que debe cumplir, este último es quien asume la propiedad fiduciaria y la obligación de darle el destino previsto en el contrato hasta que deba traspasarlo a un tercero que recibe el nombre de Beneficiario o fideicomisario (tradicionalmente son la misma persona), es decir, aquella beneficiaria del negocio.

Por la ley 24441 se autoriza a que el beneficiario sea una persona distinta al fideicomisario, el primero entonces, sería aquel en cuyo beneficio se administran los bienes fideicomitados (es decir, es el que recibe los frutos de la gestión del fideicomiso) y el segundo sería el destinatario final de dichos bienes, una vez finalizado el contrato de fideicomiso.

*2-Beneficiario:* en el artículo 2 de la ley se aclara que el contrato deberá individualizar al beneficiario, quien podrá ser una persona física o jurídica, que puede o no existir al tiempo del otorgamiento del contrato; en este último caso deberán constar los datos que permitan su individualización futura (la ley no autoriza la indeterminación absoluta sino que requiere la posibilidad de individualizar al beneficiario inicialmente anónimo).

Podrá designarse más de un beneficiario, los que salvo disposición en contrario se beneficiarán por igual; también podrán designarse beneficiarios sustitutos para el caso de no-aceptación, renuncia o muerte. Si ningún beneficiario aceptare, todos renunciaren o no llegaren a existir, se entenderá que el beneficiario es el fideicomisario. Si tampoco el fideicomisario llegara a existir, renunciare o no aceptare, el beneficiario será el fiduciante.

El derecho del beneficiario puede transmitirse por actos entre vivos o por causa de muerte, salvo disposición en contrario del fiduciante.

*3-Fiduciario:* el art 5 establece que podrá ser fiduciario cualquier persona física o jurídica, aclarando que solo pueden ofrecerse como fiduciarias al público las entidades financieras autorizadas a funcionar como tales sujetas a disposición de su respectiva ley y las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores (CNV) estableciendo esta última los requisitos que deban cumplir.

Los fiduciarios privados (es decir, aquellos que no están autorizados a realizar oferta pública de sus servicios) requerirán la capacidad general para contratar y cumplir con el destino previsto en el contrato respecto de los bienes fideicomitidos.

### **I.2.1) Otros conceptos:**

*Fideicomisario:* Es quien recibe los bienes fideicomitidos una vez extinguido el fideicomiso por cumplimiento del plazo o la condición.

*Bienes fideicomitidos:* El o los bienes transferidos al fiduciario y que forman la propiedad fiduciaria. Este patrimonio fideicomitado constituye un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante.

*Patrimonio separado:* Esta es una de las características más salientes de la ley y del fideicomiso. Los bienes objeto del fideicomiso forman un patrimonio separado, tanto del patrimonio del fiduciante, del fiduciario e inclusive de las otras partes (beneficiario y fideicomisario). Esta regla tiene importantísimos efectos porque protege a los bienes fideicomitidos de la eventual acción de los acreedores de fiduciante, fiduciario u otras partes, incluso en caso de quiebra, concurso o incapacidad de ellos. Los bienes fideicomitidos no están incluidos en el principio de la universidad concursal. Los bienes fideicomitidos solo responderán por las deudas contraídas por el fiduciario dentro de sus facultades y por las cargas propias de tales bienes.

*Deudores cedidos:* deudor obligado al pago de un crédito que fuera cedido en propiedad fiduciaria.

### **I.3) Bienes objeto del fideicomiso:**

Toda clase de bienes pueden ser objeto del fideicomiso. Para la trasmisión de la propiedad fiduciaria, el contrato de fideicomiso deberá contener: a) La

individualización de los bienes objeto del contrato; b) La determinación del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso; c) El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar más de treinta años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad; d) El destino de los bienes a la finalización del fideicomiso; e) Los derechos y obligaciones del fiduciario y el modo de sustituirlo si cesare.

Sobre los bienes fideicomitidos se constituye la propiedad fiduciaria que se rige por lo dispuesto en el título VII del libro III del Código Civil, donde en los artículos 2661 y 2662 se definen el “dominio Imperfecto” y el “dominio fiduciario”<sup>1</sup>. Cuando se trate de cosas, la propiedad fiduciaria se regirá por la ley 24441, de no tratarse de cosas, se regirán por las leyes correspondientes a la naturaleza de los bienes (Art. 11).

Si bien toda clase de bienes puede ser objeto del fideicomiso, la ley que lo regula no establece la forma en que debe realizarse el acto de transferencia de la propiedad, salvo lo establecido en los artículos 12 y 13 de la misma.

El artículo 12 dispone que el carácter fiduciario del dominio tendrá efecto frente a terceros desde el momento en que se cumplan las formalidades exigibles conforme a la naturaleza de los bienes respectivos sin especificar cuáles son aquellas formalidades; se entiende que refiere a las condiciones particulares de cada bien, según se trate de bienes registrables o no).

Como complemento, el artículo 13 de la misma ley establece que cuando se trate de bienes registrables, los registros correspondientes deberán tomar razón de la transferencia fiduciaria de la propiedad a nombre del fiduciario.

#### **I.4) Tipos de fideicomisos**

Las variedades de fideicomisos que pueden realizarse (como medio elegido para lograr la finalidad perseguida por las partes) pueden reunirse principalmente en cuatro grupos generales: fideicomisos de inversión, de garantía, de administración y financieros. Veamos detenidamente cada uno de estos tipos de fideicomiso.

- *Fideicomiso de Inversión*: es todo negocio (donde se trasmite la propiedad fiduciaria) que tiene como finalidad específica o principal la inversión de recursos financieros, según las instrucciones, pautas o reglamentos establecidos por el o los contribuyentes (fideicomitentes) para su propio beneficio o para el beneficio de terceros (beneficiario o fideicomisario) para aplicarlo a fines predeterminados.

- *Fideicomiso de garantía*: con este tipo de fideicomiso lo que se hace es transferir al fiduciario bienes por medio de los cuales (o a través de su producido) se garantizará el cumplimiento de ciertas obligaciones a cargo del

---

<sup>1</sup> El art. 2.661, define al dominio imperfecto como el derecho real revocable o fiduciario de una sola persona sobre una cosa propia, mueble o inmueble, o el reservado por el dueño perfecto de una cosa que enajena solamente su dominio útil. En tanto en el art. 2662 se define al dominio fiduciario como el que se adquiere con razón de un fideicomiso constituido por contrato o por testamento, y está sometido a durar solamente hasta la extinción del fideicomiso, para el efecto de entregar la cosa a quien corresponda según el contrato, el testamento o la ley.

fiduciante o de terceros, designando como beneficiario al acreedor o a un tercero. En caso de incumplimiento se pagará a estos últimos, una vez realizados los bienes objeto del fideicomiso, el valor de la obligación contraída o el saldo insoluto de ella conforme a lo previsto en el contrato. Este tipo de fideicomiso es un sustituto del tradicional sistema de garantías reales

-Fideicomiso de administración: son aquellos fideicomisos en los cuales se transfiere la propiedad de bienes a un fiduciario para que los administre conforme a lo establecido por el fideicomitente, destinando el producido del mismo al cumplimiento de una determinada finalidad.

-*Fideicomisos financieros*: La ley 24441 define fideicomiso financiero en su artículo 19 como aquel contrato de fideicomiso sujeto a las normas precedentes de la ley citada, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o sociedad especialmente autorizada por la CNV para actuar como fiduciario financiero y beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos. El artículo mencionado también aclara que dichos certificados de participación y títulos de deuda serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública, aclarando además que la autoridad de aplicación será la CNV, pudiendo esta última dictar normas al respecto.

## **CAPITULO II): CARACTERISTICAS DE LOS FIDEICOMISOS FINANCIEROS:**

La principal diferencia radica en la figura de fiduciario. Éste debe ser una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la CNV para desempeñarse como fiduciario financiero. Con esta figura se pretendía, al menos inicialmente, que se preservara mediante una prudente reglamentación su carácter empresarialmente neutro, salvo en lo que respecta a comisiones y remuneraciones del fiduciario profesional.

Otra característica refiere al objetivo de un fideicomiso financiero, que es emitir o garantizar con bienes fideicomitados, títulos representativos de deuda o certificados de participación en el dominio fiduciario de los bienes.

La colocación de estos títulos podrán hacerse tanto por oferta pública por colocación privada.

*Certificados de participación y Títulos de deuda*: en la ley se aclara que los certificados de participación serán emitidos por el fiduciario. Los títulos de deuda garantizada por los bienes fideicomitados podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros, según fuere el caso. Tanto los certificados como los títulos podrán ser al portador o nominativos, endosables o no o escriturales de acuerdo con el Art. 8 de la ley 23576.

Los certificados serán emitidos sobre la base de un prospecto en el que constarán las condiciones de emisión y contendrá las enumeraciones necesarias para identificar el fideicomiso al que pertenecen, con detallada descripción de los derechos que confieren.

A su vez la ley permite que puedan emitirse certificados globales de los certificados de participación para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. A tal fin se considerarán definitivos, negociables y divisibles.

La ley admite además que puedan emitirse distintas clases de certificados de participación con derechos diferentes pero aclarando en todo momento que dentro de cada especie se otorgarán los mismos derechos. También prevé la ley que la emisión pueda dividirse en series.

## II.1) Securitización:

La función principal del fideicomiso financiero es actuar como vehículo en la "securitización o titulación" de las carteras de crédito transferidas por el fiduciante al fiduciario financiero (entidad financiera o sociedad habilitada), como patrimonio objeto del fideicomiso.

Marco conceptual: el término securitización deriva del inglés security o título-valor financiero; "titulación" en la versión española; lo que conlleva en definitiva en su esencia - sea cual sea su acepción- es que "securitizar una obligación es representarla con un título", generalmente se manifiesta incorporando un crédito a un título, el cual dado su volumen y dispersión permite la creación de un mercado.

El concepto de securitización se podría definir como un mecanismo financiero que permite movilizar carteras de créditos relativamente ilíquidos, por medio de un vehículo legal, a través de la creación, emisión y colocación en el Mercado de Capitales de títulos valores, respaldados por el propio conjunto de activos que le dieron origen; básicamente es la afectación de un crédito a un título.

Es la transformación de activos ilíquidos en títulos valores negociables. Consiste en reunir –armado de paquetes- un conjunto de activos, agrupándolos para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos-valores o participaciones que son colocadas entre inversores.

Constituye una fuente alternativa de financiación que permite la movilización de activos de los balances. A través de este mecanismo financiero se comercializan o transan préstamos que por su escasa dimensión e importancia económica no son redituables en transmisiones aisladas.

El proceso de sustitución de activos ilíquidos por activos disponibles coloca a quien inicia el proceso de securitización (el que arma el paquete de activos crediticios) en una mejor situación financiera al darle un valor de mercado a créditos que antes no lo tenían, al posibilitar que activos no endosables sean transmisibles en el mercado secundario.

A las entidades con alto grado de inmovilización de sus carteras o largos plazos de amortización, les permite adquirir capacidad prestable. También puede ayudar a resolver el problema de liquidez por descalce originado en la toma de fondos a corto plazo contra la financiación a mayores plazos.

En nuestro país los vehículos utilizados para destinarlos a la securitización son el fideicomiso financiero y los fondos comunes de inversión, a los cuales suele agregarse a las sociedades de objeto específico. Estas últimas, sin embargo, en sí mismas no producen el efecto de separar el activo cedido del suyo propio, debiendo apelar, entonces, para crear un patrimonio separado del suyo que aisle el riesgo crediticio, al fideicomiso financiero o a la constitución de fondos comunes de inversión.

### **II.1.1) Documentos de la Transacción:**

El Suplemento de Prospecto y el Contrato de Fideicomiso son los documentos básicos de una operación de fideicomiso financiero de consumo. Existen además contratos conexos entre el fiduciario y el fiduciante para regular la actividad de este último cuando oficia de agente de administración y agente de cobro de los créditos.

En los suplementos de Prospecto se detallan en anexos el Flujo teórico de la cartera subyacente, así como de las distintas clases de instrumentos, lo cual es considerado por el colocador y los potenciales inversores. Este flujo teórico se construye a partir del flujo teórico de la cartera y se lo "ajusta" en función a una incobrabilidad estimada, adaptando asimismo los flujos teóricos de cada clase de instrumento. Dado que el flujo proveniente del "activo del fideicomiso" (cartera subyacente) es variable y puede verse afectado por incobrabilidad o prepagos superiores o inferiores a los asumidos al momento de armar los flujos teóricos, y dado que este flujo es la única fuente de repago del "pasivo del fideicomiso" (los instrumentos emitidos bajo el mismo), los pagos efectivos a los instrumentos (y en consecuencia al inversor de estos), puede diferir respecto del flujo teórico que figura en el prospecto de emisión. No obstante en la mayoría de los casos de los fideicomisos de consumo del periodo en cuestión no hubo grandes dispersiones entre los pagos reales y los pagos teóricos según prospecto.

### **II.1.2.) Características de los instrumentos estructurados**

Generalmente bajo un fideicomiso financiero se suelen emitir diversas clases de instrumentos con distintos términos y condiciones y grados de preferencia sobre los flujos generados por los créditos subyacentes.

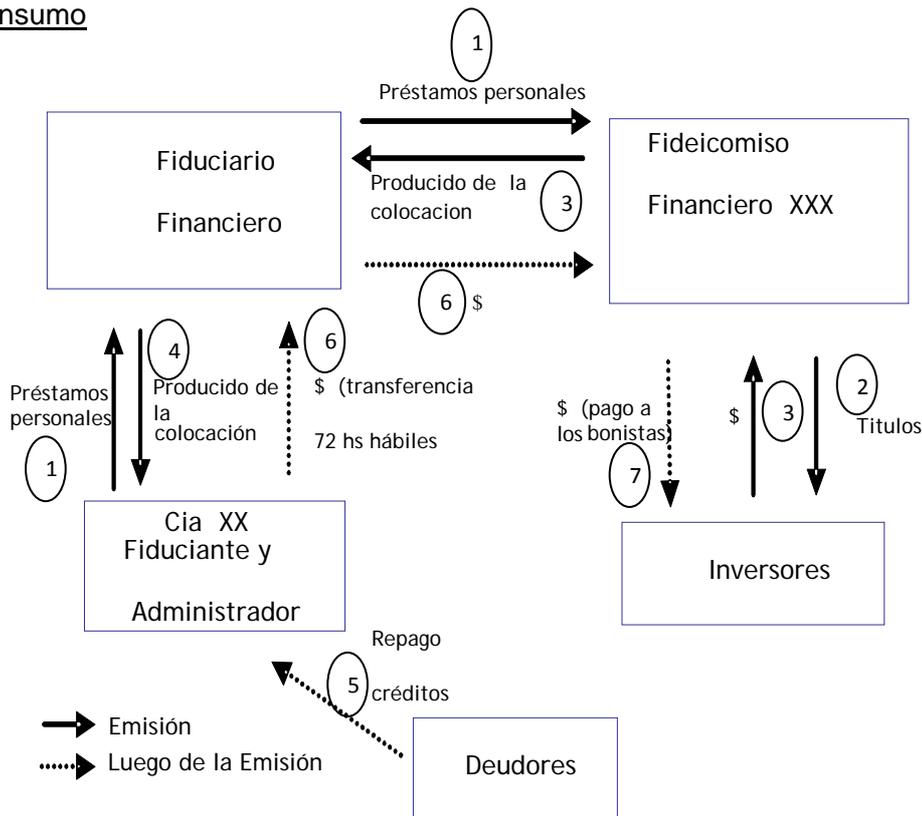
Cuando se colocan en el mercado este tipo de instrumentos, el agente colocador y el inversor considera, entre los aspectos principales, la duración de los instrumentos objeto de oferta y la tasa que rinden. También considera al fiduciante, al tipo de activo, y al nivel de calificación.

## **CAPITULO III): ENUNCIADO Y FORMULACION DEL PROBLEMA**

El riesgo de administración es uno de los riesgos más difícil de eliminar en los Fideicomisos Financieros de consumo en Argentina

En la mayor parte de los fideicomisos financieros en Argentina la tarea de administración y cobranza de los activos cedidos es realizada por el mismo fiduciante que a su vez, es la entidad que se financia a través del fideicomiso. Si bien el fiduciante realiza dichas tareas por cuenta y orden del Fiduciario quien las delega en el fiduciante, pueden surgir inconvenientes que van desde problemas operativos a un grave stress financiero en el fiduciante que agregar importantes riesgos para los inversores en los instrumentos financieros estructurados.

Cuadro 2: Esquema funcional de los Fideicomisos Financieros de Prestamos de Consumo



A la emisión:

- 1- Una compañía fiduciante XX cede en propiedad fiduciaria una cartera de préstamos de consumo, que se transforman en la cartera subyacente del fideicomiso.
- 2- El fiduciario emite instrumentos (valores de deuda y/o certificados de participación)
- 3- Los inversores integran los montos necesarios para la adquisición de los instrumentos
- 4- Este dinero aportado por los inversores es remitido al fiduciante en pago de la cartera cedida

Luego de la emisión:

- 5- Los deudores cedidos abonan las cuotas de sus créditos en forma mensual
- 6- El fiduciante actuando como agente de cobro del fideicomiso, remite las cobranzas recibidas de los deudores a las cuentas fiduciarias
- 7- El fiduciario administra el dinero recibido de parte del agente de cobro, asignándolo según lo estipulado en los contratos de emisión (gastos, impuestos, pagos de intereses y capital a los valores emitidos)

### III.1) Problemas que pueden surgir en los fideicomisos financieros de préstamos de consumo:

#### III.1.1) Conflictos de Intereses

Es importante destacar que se deben dar muchas condiciones previas al armado de un "financiamiento estructurado", resultando fundamental un análisis

adecuado del negocio “subyacente” en términos de rentabilidad, sustentabilidad, así como también se requiere que la operación este sustentada en documentos claros y completos que especifiquen las responsabilidades y funciones de cada una de las partes intervinientes. Entre otros aspectos en los contratos se detallan los eventos que puedan gatillar acciones de parte del fiduciario en aras de proteger los intereses de los beneficiarios (inversores). Todo lo anterior resulta en una condición necesaria más no suficiente para que la operación estructurada no tenga problemas. Esto es así debido a que pueden surgir conflictos de intereses en las distintas partes intervinientes (principalmente fiduciante y fiduciario).

En ambas partes deberían existir adecuados sistemas de gobernanza corporativa y controles; para que se minimicen los conflictos de interés que podrían suscitarse en relación al rol de cada parte interviniente en el marco del contrato de fideicomiso financiero que suscriben las partes. Por ej.: en el esquema funcional típico de los fideicomisos financieros de préstamos de consumo, el fiduciante actuando como administrador y agente de cobro puede tentarse a utilizar fondos de la cobranza del fideicomiso para usos propios de la empresa en lugar de girarlos a las cuentas fiduciarias en el período estipulado en los contratos. Aplicando un razonamiento lógico podríamos concluir que el “grado” de conflicto aumentaría en la medida de que la empresa vaya sufriendo un deterioro en su situación patrimonial o financiera.

En tanto de parte del fiduciario, podría ocurrir (y de hecho ocurre), que se trate de entidades financieras que paralelamente a su tarea fiduciaria y de asesoría financiera al fiduciante, se desempeñen como prestamistas del mismo. Es así que la entidad financiera podría enfrentar eventuales conflictos de interés en una situación de stress con el fiduciante, en la medida que se encuentre estructurando un financiamiento para el mismo siendo al mismo tiempo su acreedor.

### **III.1.2) Naturaleza de los activos subyacentes; incentivos del acreedor y del deudor**

Por un lado destacaremos que dadas las particularidades del tipo de activo (préstamos de consumo y personales), existe cierta dificultad para delegar la cobranza en un tercero debido a las propias características de los créditos fideicomitados sumado a la política comercial de las compañías.

Citemos los casos más comunes como ser el de las compañías que venden electrodomésticos y realiza parte de sus ventas con “financiación de la propia” –a veces instrumentado mediante una tarjeta cerrada propia-. El tipo de clientes que utiliza esta financiación corresponde a un segmento de nivel bajo generalmente no bancarizado. La particularidad de estos deudores es también que están habituados a pagar en la tienda, y se crea un “fuerte vínculo” entre el deudor y la compañía que le da financiamiento (que difícilmente obtendría en otro lugar). Hasta en cierto aspecto se crea una estrecha relación con el “vendedor” de la tienda lo que alienta a la fidelidad del deudor.

Asimismo el hecho de que estos deudores vayan a pagar la cuota mensual al local forma parte central de la estrategia comercial de la compañía, para tenerlos en el salón de ventas y “tentarlos” con la adquisición de otro producto. Ahora bien: *Que ocurre con el vínculo antes mencionado y la fidelidad del cliente si mañana la empresa no abre las puertas ?*

Una probable respuesta sería pensar que difícilmente el deudor mantenga un alto incentivo a seguir abonando las cuotas cuando sabe que en el futuro la empresa no podrá seguir financiándolo.

Por esto si bien el que “mejor” podrá cobrar las cuotas de los activos fideicomitidos es el propio fiduciante (por conocimiento y relación con el cliente, estructura y sistemas ajustados, etc.), esto puede afirmarse cuando “va todo bien” y la compañía no tiene problemas económico – financieros. Pero en la medida en que surjan problemas en la compañía (como por ej.: un severo stress financiero), podrían eventualmente surgir distintos problemas a saber:

- a) Que la empresa retenga indebidamente fondos cobrados de los créditos subyacentes. Introduciremos aquí el concepto de confusión de fondos (Commingling Risk), que se da cuando la tesorería perteneciente al fondo emisor de los títulos se encuentre mezclada con tesorería de la compañía encargada de realizar las cobranzas. Dado que el fiduciante se encarga de la recaudación de la cartera propia y de la cartera “vendida” (si bien en este último caso cumpliendo un mandato del fiduciario con quien firma un contrato de administración y cobranza), existe el riesgo de que se “mezclen” los fondos recaudados de la cobranza de ambos tipos de créditos (los “vendidos” y los propios).
- b) Que se deba reemplazar a la empresa original, por ejemplo mediante la intervención de otra empresa recaudadora lo cual nos es muy sencillo, debido a que por un lado la nueva empresa no tiene “relación de tipo comercial” con el deudor, y por el otro puede no estar preparada en la faz operativa. La empresa debería contar con una logística adecuada considerando el volumen de créditos involucrados, (a modo figurativo señalamos que en un fideicomiso de préstamos de consumo puede llegar a haber entre 25.000 a 50.000 préstamos de un monto promedio de \$ 1.500, por lo cual cualquier tercero que quiera administrar y cobrar esta cartera deberá contar con una estructura y habilidades necesarias, pero más aún en una etapa inicial deberá contar con la “cooperación” del fiduciante original en muchas cuestiones tales como la provisión de las bases de datos con la información lo más completa posible para llegar a los deudores, notificarlos sobre el cambio de lugar de pago de sus cuotas, manejar la incobrabilidad, etc. Esto refuerza el riesgo de administración planteado en esta tesis
- c) Un tema resultante de todo lo anterior es que naturalmente en caso de que la empresa original no siga funcionando (y por ende dando financiamiento a su clientela), implicaría seguramente un aumento en la mora y posterior incobrabilidad de la cartera, debido a que el “willingness to pay” (disposición a pagar del deudor) se vería afectado.

### III.1.3) Sistema de cobranzas típico de un fideicomiso financiero de préstamos de consumo:

Generalmente si bien la propiedad fiduciaria de los créditos le pertenece a la entidad fiduciaria, en la mayor parte de los casos el fiduciario “delega” la administración y cobranza de los mismos al fiduciante, a través de un contrato de administración y cobro que suscriben entre ambas partes. Esta delegación en la práctica responde a que el fiduciante cuenta con la habilidad e idoneidad para administrar y cobrar los créditos que el mismo origina, dado que tiene el conocimiento con el deudor, y los sistemas adecuados para su seguimiento.

Por esto la forma operativa de recaudar los créditos fideicomitados en un fideicomiso de consumo típico, es que la entidad fiduciante se encarga de la administración y cobranza de los mismos, debiéndole rendir cuenta al fiduciario de las cobranzas que vaya realizando por su cuenta y orden entregándole un informe cuya periodicidad se acuerda en el contrato donde además se estipula, el periodo de días/horas en que debe transferirle los fondos recaudados a la cuenta fiduciaria.

### III.2) Mitigantes al problema:

Se pueden introducir medidas en aras de mitigar este riesgo latente, y de hecho se ha intentado progresar mucho en los últimos años, tratando de perfeccionar los contratos entre las partes y ejerciendo un mayor control de parte del regulador (CNV) para con los fiduciarios y fiduciantes, así como de los fiduciarios para con el fiduciante.

Por ejemplo: los contratos de administración y cobranza fueron evolucionando y sofisticándose a lo largo de los últimos años, fruto de la creciente importancia que se le fue dando al rol del administrador y agente de cobro, así como por modificaciones introducidas por el regulador (CNV) como las Resoluciones 552 y 555. En estas resoluciones emitidas en marzo y mayo del año 2009, se enuncian ciertas reglas que deben ser seguidas por los fiduciarios financieros inherentes a la “delegación” de la administración en los fiduciantes.

Entre los puntos destacados las resoluciones requieren al fiduciario que tengan un seguimiento diario de los fondos recaudados por los administradores, y que los fondos sean girados a las cuentas fiduciarias en no más de 72 hs hábiles. Asimismo deben tener sistemas adecuados que le permitan conocer la cobranza que está haciendo el agente de cobro “on line”.

Por último exige que se encuentre designado un administrador sustituto adecuadamente preparado para administrar los créditos en caso de tener que actuar en reemplazo del administrador original.

Igualmente como se mencionara anteriormente es imprescindible ante todo que la documentación que regule toda la transacción sea clara y que se encuentren especificadas las responsabilidades y funciones de cada una de las partes intervinientes, así como las acciones a tomar y/o penalizaciones para cada parte en caso de incumplir con lo estipulado en los documentos.

Respecto de los conflictos de intereses, tenemos que: i) algunas de las formas de mitigar el *commingling risk* es acortar lo más posible el periodo de transferencia de fondos provenientes de los créditos fideicomitados a las

cuentas fiduciarias, o mejor aún, que el deudor cedido abone las cuotas de los créditos en otra entidad, de manera tal que el flujo de cobranzas nunca pase por las cajas del fiduciante. Como se mencionara anteriormente esto último atenta contra incentivo del fiduciante de querer tener a sus clientes en el local y así aumentar la posibilidad de generar mayores ventas; ii) por el lado del fiduciario que sea una entidad totalmente independiente y distinta de la entidad que asesora financieramente y/o le asista financieramente al fiduciante.

La tecnología también puede contribuir a mitigar este riesgo de confusión de fondos, implementando por ejemplo el código de barras en las chequeras de los deudores cedidos y habilitar lugares de pago fuera de los locales del fiduciante, o aun dentro de los locales, siempre y cuando el dinero sea direccionado electrónicamente y directamente a la cuenta fiduciaria.

Un punto importante a destacar, que funciona como mitigante a un eventual comportamiento anómalo de parte del fiduciante como administrador y agente de cobro de la cartera fideicomitada, es que en casi la totalidad de las transacciones, los Certificados de Participación subordinados son mantenidos en cartera por el propio fiduciante, por lo que cualquier deterioro de la cartera subyacente (en exceso del inicialmente previsto), afectaría directamente al mismo fiduciante como tenedor de dichos instrumentos. Esto se debe a que los Certificados son los que absorberán, en primer término, las eventuales pérdidas que sufra la cartera derivadas de una mala administración.

## **CAPITULO IV) ANALISIS DE CASOS**

### **IV.1) Introducción**

Los casos elegidos tienen que ver con disfunciones en ciertos fideicomisos en lo que hace al desempeño del flujo de fondos, y que se relacionan a su vez con una débil situación económica financiera de los fiduciantes y agentes de cobro. Si bien el “denominador común” de estas transacciones está relacionado con debilidades económico – financieras de los fiduciantes, también se verá que no todos los fideicomisos relacionados fueron afectados de igual forma, dado que el accionar de los fiduciantes no fue el mismo en todos los casos.

Específicamente la mayoría de los fideicomisos afectados están relacionados con un solo fiduciante (Bonesi), y para ilustrar la forma en que se vieron afectados se escogieron dos de las series de los Fideicomisos Bonesi, donde se aprecia que el ritmo de pagos efectivo recibido por los inversores en los instrumentos, resulto mucho más lento que el presentado originalmente en los prospectos de emisión.

El siguiente cuadro ilustra lo dicho anteriormente al mostrar el flujo teórico de prospecto para el Certificado de Participación Clase A (instrumento más senior) de la serie XIX de Bonesi, versus los pagos efectivos realizados a los inversores:

Cuadro 3

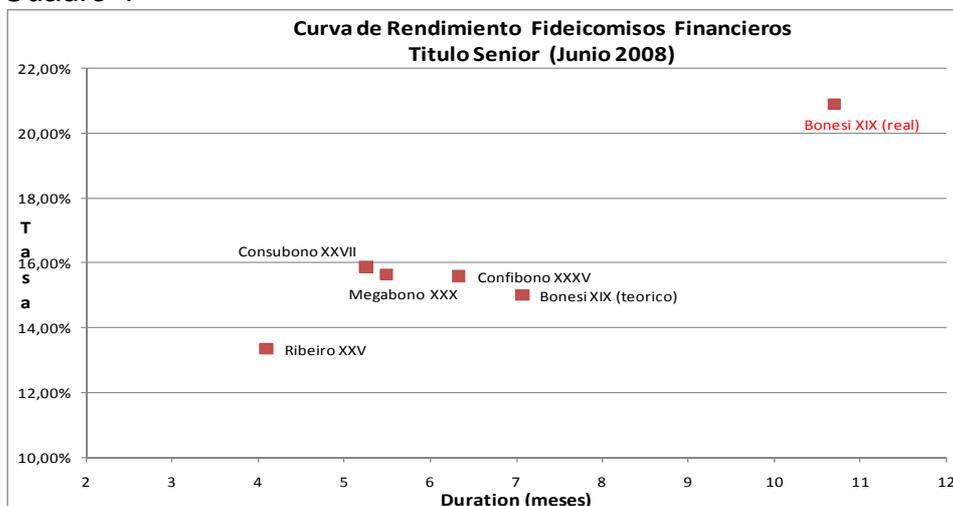
Flujo Teorico S/Prospecto	Fideicomiso Financiero BONESI XIX Certificado Participacion Clase A				Pagos efectivos a los inversores	Fideicomiso Financiero BONESI XIX Certificado Participacion Clase A				
	Fecha Pago	Capital	intereses	Total		Saldo	Fecha Pago	Capital	intereses	Total
				25.368.992						25.368.992
Jun-08	2.300.264	9.866	2.310.130	23.068.728	Jun-08	2.669.823	15.503	2.685.326	22.699.169	
Jul-08	2.029.306	269.135	2.298.441	21.039.422	Jul-08	1.528.042	414.969	1.943.011	21.171.127	
Ago-08	1.985.773	245.460	2.231.233	19.053.649	Ago-08	1.583.815	379.316	1.963.131	19.587.312	
Sep-08	1.919.395	222.293	2.141.688	17.134.254	Sep-08	1.672.556	285.648	1.958.204	17.914.756	
Oct-08	1.889.617	199.900	2.089.517	15.244.637	Oct-08	1.404.487	254.725	1.659.212	16.510.269	
Nov-08	1.849.303	177.854	2.027.157	13.395.334	Nov-08	1.536.254	242.245	1.778.499	14.974.015	
Dic-08	1.829.702	156.279	1.985.981	11.565.632	Dic-08	1.085.810	274.495	1.360.305	13.888.205	
Ene-09	1.817.123	134.932	1.952.055	9.748.509	Ene-09	1.075.423	254.617	1.330.040	12.812.782	
Feb-09	1.789.000	113.733	1.902.733	7.959.509	Feb-09	1.571.759	234.901	1.806.660	11.241.023	
Mar-09	1.667.720	92.861	1.760.581	6.291.789	Mar-09	1.270.233	164.517	1.434.750	9.970.790	
Abr-09	1.496.633	73.404	1.570.037	4.795.156	Abr-09	0	137.618	137.618	9.970.790	
May-09	1.296.811	55.943	1.352.754	3.498.345	May-09	1.928.598	146.446	2.075.044	8.042.192	
Jun-09	1.230.552	40.814	1.271.366	2.267.793	Jun-09	0	118.957	118.957	8.042.192	
Jul-09	1.190.285	26.458	1.216.743	1.077.508	Jul-09	0	119.795	119.795	8.042.192	
Ago-09	1.077.508	12.571	1.090.079	0	Ago-09	0	120.214	120.214	8.042.192	
					Sep-09	0	121.889	121.889	8.042.192	
					Oct-09	0	116.025	116.025	8.042.192	
					Nov-09	48.569	114.769	163.338	7.993.623	
					Dic-09	4.453.792	110.745	4.564.537	3.539.831	
					Dic-09	365.002	0	365.002	3.174.829	
					Ene-10	262.303	39.520	301.823	2.912.526	
					Feb-10	179.873	36.103	215.976	2.732.653	
					Mar-10	303.117	33.589	336.706	2.429.536	
					Abr-10	311.275	29.230	340.505	2.118.261	
					May-10	271.128	25.375	296.503	1.847.133	
					Jun-10	262.791	21.838	284.629	1.584.342	
					Jul-10	276.746	19.227	295.973	1.307.596	
					Ago-10	255.061	16.617	271.678	1.052.535	
					Sep-10	249.165	13.540	262.705	803.370	
					Oct-10	249.934	10.293	260.227	553.436	
					Nov-10	239.230	7.177	246.407	314.206	
					Dic-10	247.299	4.108	251.407	66.907	
					Ene-11	66.907	875	67.782	0	
	25.368.992	1.831.503	27.200.495			25.368.992	3.884.886	29.253.878		

Fuente: pagos informados por el fiduciario publicados en la pagina de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires: www.bolsar.com

Como se observa en el cuadro anterior es evidente el alargamiento de plazo de amortización del instrumento, evidenciándose incluso meses en los cuales solo se abonaron intereses sin devolución de capital (tal cual lo presentaba el flujo teórico).

Otra forma de verlo es comparar el desempeño de los títulos senior emitidos bajo los fideicomisos de consumo de similares características en el mismo mes que Bonesi XIX (mes de junio 2008). Para ello nos parece conducente considerar el rendimiento de los instrumentos relativo a su duración, lo cual se muestra en el siguiente Cuadro

Cuadro 4



Fuente: elaboración propia en base a Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)

Claramente el punto que refleja el desempeño real del título senior de Bonesi XIX muestra notables diferencias en rendimiento y duration en relación a los otros puntos relacionados con otras transacciones emitidas en el mismo periodo.

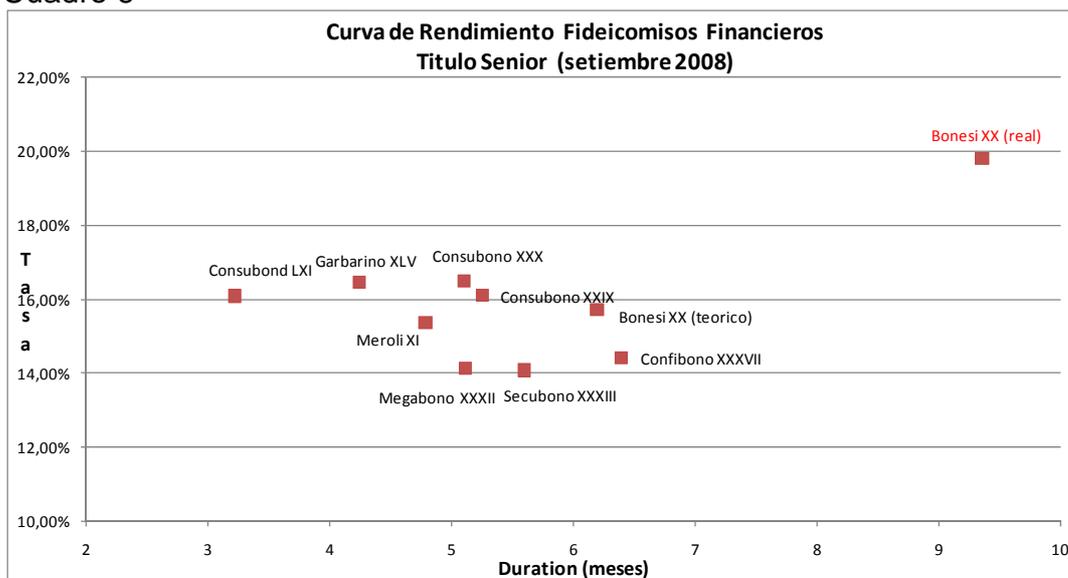
Haciendo el mismo análisis para la serie XX de Bonesi emitida en setiembre de 2008, obtenemos:

Cuadro 5

Flujo Teórico S/Prospecto	Fideicomiso Financiero BONESI XX Certificado Participación Clase A				Pagos efectivos a los inversores	Fideicomiso Financiero BONESI XX Certificado Participación Clase A				
	Fecha pago	Capital	intereses	total		saldo	Fecha pago	Capital	intereses	total
				24.241.088						24.241.088
Sep-08	2.544.077	65.990	2.610.067	21.697.011	Sep-08	2.504.723	77.773	2.582.496	21.736.365	
Oct-08	2.259.299	253.132	2.512.431	19.437.712	Oct-08	2.301.154	303.403	2.604.557	19.435.211	
Nov-08	2.163.389	226.773	2.390.162	17.274.323	Nov-08	1.986.573	356.312	2.342.885	17.448.638	
Dic-08	2.100.990	201.534	2.302.524	15.173.333	Dic-08	1.664.790	319.892	1.984.682	15.783.848	
Ene-09	2.052.373	177.022	2.229.395	13.120.960	Ene-09	1.629.487	289.371	1.918.858	14.154.361	
Feb-09	1.883.600	153.078	2.036.678	11.237.360	Feb-09	1.634.252	221.899	1.856.151	12.520.109	
Mar-09	1.870.763	131.103	2.001.866	9.366.597	Mar-09	1.338.102	168.239	1.506.341	11.182.007	
Abr-09	1.864.117	109.277	1.973.394	7.502.480	Abr-09	0	156.665	156.665	11.182.007	
May-09	1.978.887	87.529	2.066.416	5.523.593	May-09	1.708.090	159.577	1.867.667	9.473.917	
Jun-09	1.779.012	64.442	1.843.454	3.744.581	Jun-09	0	137.174	137.174	9.473.917	
Jul-09	1.336.071	43.687	1.379.758	2.408.510	Jul-09	0	137.174	137.174	9.473.917	
Ago-09	1.213.396	28.099	1.241.495	1.195.114	Ago-09	0	139.642	139.642	9.473.917	
Sep-09	1.165.510	13.943	1.179.453	29.604	Sep-09	0	134.214	134.214	9.473.917	
Oct-09	29.604	345	29.949	0	Oct-09	0	132.240	132.240	9.473.917	
	24.241.088	1.555.954	25.797.042		Nov-09	85.342	127.306	212.648	9.388.575	
					Dic-09	6.172.310	50.007	6.222.317	3.216.265	
					Dic-09	428.445	22.402	450.847	2.787.820	
					Ene-10	334.297	32.960	367.257	2.453.523	
					Feb-10	193.793	29.391	223.184	2.259.730	
					Mar-10	284.089	26.364	310.453	1.975.641	
					Abr-10	299.442	23.052	322.494	1.676.199	
					May-10	320.387	19.558	339.945	1.355.812	
					Jun-10	387.774	15.821	403.595	968.038	
					Jul-10	369.385	12.103	381.488	598.653	
					Ago-10	363.073	7.361	370.434	235.580	
					Sep-10	235.580	2.935	238.515	0	

Fuente: pagos informados por el fiduciario publicados en la pagina de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires: www.bolsar.com

Cuadro 6



Fuente: elaboración propia en base a Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)

Ahora bien: Por que existió tanta diferencia entre los flujos originalmente proyectados y los efectivamente pagados recibidos por el inversor? Puede que

haya sido que el “ajuste” a la estimación del flujo teórico haya sido errónea? que tienen de especial estos casos que muestran claras diferencias (en duration y tasa) con emisiones de similar tipo?

En relación a la estimación de flujos, claramente no fue el caso en estas transacciones, dado que se observa que en varios meses no hubo pagos de capital. Como se menciono las cobranzas bajo los créditos subyacentes pueden verse afectadas por atrasos en la cartera (por ej.: que los deudores no paguen como lo venían haciendo y baje la tasa de cobrabilidad de los créditos). Eso por supuesto es posible, pero la siguiente pregunta es: puede ser que en una cartera atomizada de más de 34.000 créditos correspondiente a más de 24.000 deudores, ninguno pague por varios meses de forma que los pagos de capital a los inversores sea cero ?. Claramente podemos afirmar que dicha probabilidad es sumamente baja (cercana a cero). Entonces que pudo haber pasado?

Paso que los deudores pagaron habitualmente sus cuotas bajo los préstamos cedidos a los fideicomisos en los locales del fiduciante quien actuaba como agente de cobro de los fideicomisos recaudando dichas cobranzas. Todo bien hasta acá. Bonesi como agente de cobro en estos casos debía depositar en las cuentas fiduciarias dichos montos recaudados. Es aquí donde entra el riesgo operativo del cual estamos hablando, que puede ser asimilado a riesgo *character<sup>2</sup>* de la compañía. Si la empresa encargada de cobrar no cumple con dicha transferencia a las cuentas fiduciarias, no solo no está cumpliendo con los contratos sino que está desviando el flujo de fondos hacia otros destinos, generando un perjuicio que va mas allá de la probabilidad de incumplimiento /desempeño/tasa de cobranza de la cartera subyacente y que es muy difícil de mitigar. O sea más allá de que exista una determinada tasa de cobrabilidad de los créditos subyacentes, el hecho de que el dinero recaudado llegue a las cuentas fiduciarias, y en definitiva a los inversores, está sujeto a un riesgo de “administración y cobro” relacionado con la empresa encargada de realizar estas tareas.

Reafirmando la idea de que el comportamiento del administrador y agente de cobro es de vital importancia en los fideicomisos de préstamos de consumo, presentamos a continuación otro caso, que también demuestra que el hecho de que la empresa fiduciante se encuentre en una mala situación económico – financiera, no necesariamente debe resultar en una afectación para el desempeño del fideicomiso. Esto es debido a que el “grado de afectación” dependerá críticamente del accionar específico de la empresa, y está vinculado con el *character* de la compañía y de sus accionistas. Este es el caso de los Fideicomisos Otero, que se presenta a continuación.

#### IV.1.1) Fideicomisos Otero

##### *Fiduciante*

UOLE S.A. opera bajo el nombre de Otero Electrodomésticos. Desde al año 2005 incursionó en el uso de los fideicomisos financieros para financiar su operatoria de créditos emitiendo, hasta principios del 2009, nueve series de fideicomisos. La compañía experimentó un significativo deterioro en su posición financiera, lo que lo llevó a incumplir con ciertas obligaciones financieras en

---

2 Character refiere a la combinación de cualidades y características relativas a la moral, integridad y reputación de los individuos/empresas

julio de 2009. El fiduciario, Standard Bank, convocó una asamblea de tenedores, la cual el 7 de agosto decidió mantener a UOLE como el administrador de los fideicomisos, y le demandó que acelere la transferencia de las cobranzas recibidas.

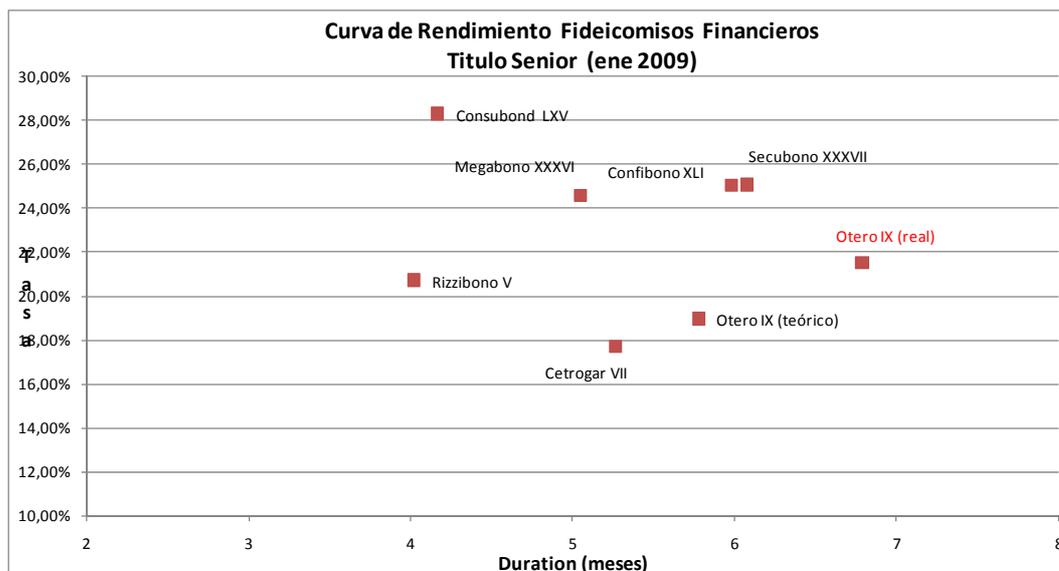
A pesar que hubo ciertos retrasos en los pagos de los títulos estructurados debido a la morosidad de los activos subyacentes y el propio proceso de reestructuración de UOLE, la compañía continuó transfiriendo las cobranzas a los fideicomisos. La última serie de los fideicomisos (Serie IX emitida en enero 2009), cuyos títulos senior tenían un vencimiento estimado en diciembre de 2009, fueron totalmente amortizados con cinco meses de retraso (abril de 2010).

Cuadro 7

Flujo Teórico S/Prospecto	Fideicomiso Financiero OTERO IX				Pagos efectivos a los inversores	Fideicomiso Financiero OTERO IX			
	Valores de deuda Fiduciaria					Valores de deuda Fiduciaria			
Fecha Pago	Capital	intereses	Total	Saldo	Fecha Pago	Capital	intereses	Total	saldo
				13.427.003					13.427.003
dic-08	1.361.144	223.783	1.584.927	12.065.859	ene-09	2.482.626	581.387	3.064.013	10.944.377
ene-09	1.375.595	201.098	1.576.693	10.690.264	feb-09	1.154.728	207.487	1.362.215	9.789.649
feb-09	1.316.964	178.171	1.495.135	9.373.300	mar-09	1.117.314	163.161	1.280.475	8.672.335
mar-09	1.256.811	156.222	1.413.033	8.116.489	abr-09	825.074	144.539	969.613	7.847.261
abr-09	1.208.745	135.275	1.344.020	6.907.744	may-09	631.920	130.788	762.708	7.215.341
may-09	1.173.982	115.129	1.289.111	5.733.762	jun-09	754.479	120.256	874.735	6.460.862
jun-09	1.037.584	95.563	1.133.147	4.696.178	jul-09	786.572	107.681	894.253	5.674.290
jul-09	1.080.318	78.270	1.158.588	3.615.860	ago-09	743.085	94.572	837.657	4.931.205
ago-09	1.047.293	60.264	1.107.557	2.568.567	sep-09	760.599	82.187	842.786	4.170.606
sep-09	988.618	42.809	1.031.427	1.579.949	oct-09	771.255	69.510	840.765	3.399.351
oct-09	925.006	26.332	951.338	654.943	nov-09	829.528	56.656	886.184	2.569.823
nov-09	654.943	10.916	665.859	0	dic-09	868.672	42.830	911.502	1.701.151
	13.427.003	1.323.832	14.750.835		ene-10	669.389	28.353	697.742	1.031.762
					feb-10	466.875	17.196	484.071	564.887
					mar-10	477.766	9.415	487.181	87.121
					abr-10	87.121	1.452	88.573	0
						13.427.003	1.857.470	15.284.473	

Fuente: Pagos informados por el fiduciario y publicados en la pagina de la Bolsa de Comercio [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)

Cuadro 8



Fuente: elaboración propia en base a Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)

En este caso, se observa que no se interrumpió totalmente el flujo de pagos de servicios de capital a los inversores debido a que el fiduciante que actuaba como agente de cobro no dejó de transferir las cobranzas. No obstante se

observa un nivel de cobranzas bastante inferior al flujo teórico estimado presentado en el prospecto debido a que la débil situación de UOLE SA. (fiduciante), impactó adversamente en las cobranzas con un incremento en los atrasos. En consecuencia el inversor en este caso se vio afectado en forma indirecta por la mala condición financiera del fiduciante y en tanto el prospecto original asumía duración de 5,8 meses para el instrumento senior, con un rendimiento del 18,95% n.a., la duración terminó siendo 6,8 meses con un rendimiento del 21,52% n.a. Por supuesto que el “grado de afectación” fue menor que en el caso anterior debido a que el fiduciante continuó cumpliendo con la rendición y transferencia de las cobranzas recolectadas.

El denominador común que puede verse en estos casos es una débil situación económica- financiera de los fiduciantes, que dependiendo de su gravedad y del accionar de la compañía, puede afectar directa o indirectamente en el desempeño de los activos del fideicomiso (menor tasa de cobrabilidad, alargamiento de plazos de repago de los instrumentos del fideicomiso). El alcance y grado de afectación dependerá de diversos factores como ser; el carácter de la compañía y que decida retener indebidamente la cobranza que no le pertenece, la forma en que se realizan las cobranzas, el grado de utilización de los fideicomisos en relación a otras fuentes de financiamiento de la entidad, entre otras.

#### **IV.1.2) Fideicomisos Bonesi**

##### *Fiduciante*

Bonesi S.A. es un minorista, y como tal no está regulado por el BCRA, aunque sí proporciona financiación a sus clientes para que ellos adquieran electrodomésticos en sus locales. Desde 2003 hasta principios del 2009, Bonesi ha participado en el mercado local de finanzas estructuradas mediante la emisión de 22 series de los fideicomisos financieros Bonesi.

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

Bonesi, al igual que otros minoristas, ha experimentado problemas financieros a comienzo de 2009 y terminó solicitando su concurso preventivo de acreedores el 14 de abril del 2009. Días antes de su presentación en concurso y luego de observar retrasos en la transferencia de los fondos, Standard Bank, actuando como fiduciario de varios fideicomisos, convocó a una Asamblea de Tenedores la cual reunida el día 24 de abril del 2009 decidió remover a Bonesi como administrador y en la continuación de la asamblea del 4 de mayo de 2009 se designó a Sistemas Electrónicos S.A – “Pago Fácil” como agente de cobro y a MO&PC Collections para que actúe como agente de gestión de cobranzas. Previamente el día 17 de abril, Standard Bank había impuesto un pedido ante la Justicia (“pretensión recursiva”) requiriendo la devolución de los montos retenidos por Bonesi, al tiempo que solicitaba se le prohiba a Bonesi SA seguir cobrando las cuotas de los créditos cedidos.

El fiduciario efectuó publicaciones en distintos diarios de gran circulación en las localidades correspondientes a los deudores cuyos créditos conforman los activos fideicomitidos indicando que el pago de los créditos debía efectuarse en los locales de Pago Fácil. Por otra parte Bonesi, publicaba a través de uno de los diarios de una de las localidades, en el sentido de que sus clientes debían desatender las publicaciones que hacía el Fiduciario y continuar abonando las cuotas en los locales de Bonesi. Esto agravaba el problema de cobranzas de los créditos dado que agregaba confusión a los deudores que estaban recibiendo mensajes contradictorios.

El 14 de mayo de 2009 el Juez se pronuncia y reconoce formalmente que los activos de los fideicomisos están separados de los de la compañía y le indica a Bonesi que transfiera AR\$ 12,5 millones en cobranzas ilegalmente retenidas en los meses pasados. El juez, sin embargo, no avaló la remoción de Bonesi como agente de cobro y le permitió que continuara desempeñando esa función. Ambas partes (Standard Bank como fiduciario y Bonesi) apelaron esta resolución.

Bonesi no cumplió con la orden del juez: no transfirió los 12,5 millones y continuó reteniendo las cobranzas.

Debemos destacar aquí la importancia de esta resolución, así como la rapidez (menos de 30 días desde el requerimiento del Fiduciario) del Juez en dictaminar en el sentido de que los activos de los fideicomisos estaban separados de los de la compañía. Esta decisión se fundamentó en que los activos habían sido correctamente cedidos al Fideicomiso, y que Bonesi había recibido el producido de la emisión de los instrumentos como "precio" por los activos que cedió. En cuanto a la remoción de Bonesi SA como agente de cobro, no se consideró en dicho momento que la continuidad de la empresa en el ejercicio de dichas funciones afectaba en forma material al fideicomiso.

En aras de proveer liquidez al fideicomiso y atender los pagos a los inversores, el 26 de mayo el Standard Bank le prestó al fideicomiso \$ 12,7 millones.

El 13 de octubre de 2009 la Cámara resolvió las apelaciones a la resolución del 13 de mayo impuestas por ambas partes reafirmando lo dispuesto anteriormente y adicionalmente destacó que: i) los activos habían sido correctamente transferidos al fideicomiso; ii) la cesión de los activos se hizo en pago (*"pro soluto"*<sup>3</sup>); y iii) los activos cedidos eran activos existentes y no futuros (ni se trataba de un fideicomiso en garantía). Asimismo se dictaminó la prohibición de Bonesi SA de continuar con las cobranzas, reclamándole a la compañía el reembolso al Fiduciario de \$41 millones que había cobrado de créditos fideicomitidos. Esta medida de la Justicia fue basada en el aumento del riesgo de no recupero futuro de los fondos que seguiría cobrando Bonesi, habida cuenta de que los argumentos de la compañía se basaban en su necesidad de dichos fondos para utilizarlos en su "giro ordinario". Al mismo

---

3 Cesión pro soluto es cuando un sujeto (cedente) transfiere a otro (cesionario) un crédito contra entrega de dinero realizada por este último, no garantizándose por parte del cedente el efectivo pago. En este caso el cedente fue Bonesi y el cesionario el fiduciario (Standard Bank).

tiempo la resolución vuelve a destacar que la compañía ya había recibido los fondos que estaba reteniendo en oportunidad de la “venta” de los activos. Por último otra medida importante adoptada por la Cámara fue que los deudores cedidos debían abonar sus deudas a Pago Fácil para que se den por canceladas.

Si bien previo a octubre de 2009, los dos fiduciarios habían nombrado a “Pago Fácil” como el nuevo agente de cobro en sus respectivos fideicomisos, las cobranzas a través de este medio fueron muy bajas debido a la interferencia de Bonesi en los esfuerzos para cobrar hasta que la Justicia lo apartó como agente de cobro.

En diciembre del año 2009 Standard Bank le otorgó un nuevo financiamiento a los fideicomisos por \$ 28,4 millones. Todos estos préstamos se encuentran subordinados al repago de los títulos Clase A (senior), y son preferentes respecto de los “títulos intermedios” emitidos por cada fideicomiso (Clase B) a excepción del Fideicomiso Bonesi Serie XVIII, que se convertirá en subordinado en julio del 2011.

Del total de los fondos retenidos por Bonesi, la mayor parte fue antes de ser removido como agente de cobro (\$38,4 millones), en tanto que otra parte menor, \$2,5 millones corresponde a cobranzas realizadas con posterioridad a su remoción, por lo cual esta porción está siendo reclamada también a los propios deudores, debido a que desde la resolución judicial del 13 de octubre debían concurrir a Pago Fácil en aras de cancelar sus deudas.

Habida cuenta de esto en julio del 2010, Standard Bank como fiduciario recibió una denuncia realizada por la Asociación Protección de Consumidores del Mercado Común del Sur (Proconsumer) en la Dirección Nacional de Defensa al Consumidor, en la que le solicita que se abstenga de realizar ciertas acciones contra los deudores de los fideicomisos Bonesi, relacionados fundamentalmente con las cuotas que estos hayan abonado en Bonesi SA, no ingresada por esta a los fideicomisos. Esta situación no está definida aun.

#### Situación actual:

Al 25 de abril 2011 todos los instrumentos Clase A (senior), a excepción de los de la serie XXI fueron canceladas, gracias a la liquidez provista a través de los préstamos que el Fiduciario les dio a los fideicomisos.

El resultado del proceso global resultó en un significativo retraso en el repago de los instrumentos estructurados contenidos en los fideicomisos en relación al originalmente estipulado, tal como se refleja en el siguiente cuadro:

## Cuadro 9

Serie	Fecha emision	Instrumentos vigentes al 25.4.2011		Vencimiento estimado original	Vencimiento legal (*)
XVIII	Feb 29, 2008	Cert. Part. Clase B Cert. Part.	Emitido: \$ 2.741.916 / Saldo pendiente : \$ 1,091,754 Emitido y pendiente : \$1.919.342	set 25, 2009 Feb 25, 2011	Julio 25, 2011 Julio 25, 2011
XIX	Mayo 30, 2008	Cert. Part. Clase A Cert. Part. Clase B (**) Cert. Part.	Emitido: \$ 25.368.992 / Saldo pendiente : \$0 (cancelado en enero 2011) Emitido y pendiente : \$3.171.124 Emitido y pendiente : \$3.171.124	Agosto 25, 2009 Enero 25, 2010 Junio 25, 2011	Nov 25, 2011 Nov 25, 2011 Nov 25, 2011
XX	Set 18, 2008	VDF Clase A VDF Clase B (**) Cert. Part.	Emitido: \$ 24.241.088 /saldo pendiente : \$ 0 Cancelado en set 2010) Emitido y pendiente : \$3.232.145 Emitido y pendiente : \$6.088.485	Octubre 25, 2009 Feb 25, 2010 Agosto 25, 2011	enero 25, 2012 enero 25, 2012 enero 25, 2012
XXI	Dic. 2, 2008	VDF Clase A VDF Clase B (**) Cert. Part.	Emitido: \$ 20.799.399 / Saldo pendiente : \$ 869,861 Emitido y pendiente : \$2.529.657 Emitido y pendiente : \$6.804.081	Dic 25, 2009 Feb 25, 2010 Nov 25, 2011	Nov 25, 2011 Nov 25, 2011 Mayo 25, 2012
XXII	Dic. 2, 2008	VDF Clase A VDF Clase B (**) Cert. Part.	Emitido \$ 12.644.369 /Saldo pendiente : \$ 0 (cancelado en agosto 2010) Emitido y pendiente : \$1.685.916 Emitido y pendiente : \$4.391.369	Nov 25, 2009 Dic 25, 2009 Julio 25, 2011	Julio 25, 2011 Julio 25, 2011 Enero 25, 2012

VDF: Valores de Deuda Fiduciaria

(\*) plazo indicado en los documentos que marca la fecha maxima para dar cumplimiento a los instrumentos bajo sus terminos y condiciones

(\*\*) No estan reibiendo pagos dado que estan subordinados a los prestamos otorgados por Standard Bank al Fideicomiso respectivo

Algunos de los préstamos otorgados por el fiduciario a los fideicomisos están recibiendo cancelaciones (al haberse cancelados los instrumentos Clase A de los respectivos fideicomisos), no obstante dichos préstamos se encuentran clasificados en situación 6 (irrecuperable) según las categorías del BCRA. Por otra parte la cartera residual de los fideicomisos se encuentra mayoritariamente vencida y con atrasos.

El Fiduciario tiene créditos contra Bonesi SA por las cobranzas retenidas hasta su remoción por aproximadamente \$ 25 millones (monto neto de recupero por \$13 millones derivados de embargos y restricciones impuestas a cuentas bancarias de la compañía).

La situación generada por el concurso de la compañía y su actuación posterior, puso en un severo stress a los fideicomisos Bonesi, y esto sirvió para “testear” la fortaleza legal de la herramienta, así como para resaltar ciertos riesgos que subyacen en estas estructuras. Entre los puntos “positivos” podemos destacar:

- i. rapidez de la Justicia en resolver la True Sale<sup>4</sup>,
- ii. reconocimiento de la Justicia de que las cobranzas retenidas, aún en poder de Bonesi, pertenecen a los fideicomisos,
- iii. se estableció un precedente, en cuanto a los argumentos de la Justicia en reafirmar la validez de la cesión de los activos, y también posteriormente en remover a Bonesi como servicer,
- iv. importancia de considerar la situación económica y financiera del servicer, y su relación directa con el *commingling risk*,
- v. importancia de la existencia de un administrador sustituto desde el inicio de la transacción, con adecuadas capacidades y operativamente testado
- vi. establecimiento de nuevas regulaciones por parte de la Comisión Nacional de Valores.

4 perfeccionamiento de la cesión de los activos, si existe true sale el fiduciario tiene derecho legal sobre los activos cedidos.

Otros aspectos no tan positivos fueron:

- i. La Justicia no hizo lugar en primer término a la presentación recursiva del fiduciario de prohibir a Bonesi continuar con las cobranzas. Le tomó 6 meses adicionales, lo que resulta un excesivo periodo con un impacto crítico en transacciones cortas.
- ii. Confusión creada en los deudores por mensajes contradictorios.
- iii. Deterioro en la voluntad de pago de los deudores cedidos a consecuencia de lo anterior
- iv. si bien había un administrador sustituto designado en los documentos, no se encontraba capacitado y termino renunciando.

El ejemplo de Bonesi demuestra que, a pesar de las innegables fortalezas legales evidenciadas en los fideicomisos, ciertos riesgos operativos inherentes a estos fideicomisos son difícilmente removibles y por lo tanto pueden agregar riesgos para los inversores. A diferencia del caso anterior, se observa aquí que la no cooperación de la compañía (es mas en este caso se evidenció una intervención negativa entorpeciendo el proceso recaudatorio que podría llegar a hacer la empresa *Pago Fácil*), y la tardía decisión del juez, originaron una severa crisis de liquidez en los fideicomisos y consecuentemente se afectó el pago en tiempo y forma a los inversores, aparte de generar consecuencias para todos los participantes en la transacción: Bonesi SA, los directores de Bonesi (denunciados penalmente), Standard Bank como fiduciario, así como los propios deudores cedidos que podrían llegar a tener consecuencias debido a la confusión generada luego de la presentación en concurso de la compañía.

#### **IV.1.3) Fideicomisos Confibono**

##### *Fiduciante*

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

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

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

La calificadora de riesgo interviniente fue bajando la calificación de la compañía a medida que se iban deteriorando sus números, hasta el punto que debió incumplir en pagos a proveedores y obligaciones bancarias.

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

Destacamos que TINSA es una empresa especializada en gestión de cobranza y cobro express, que pertenece a la Red Megatone.

Meses después, el 29 de diciembre de 2009, Bazar Avenida S.A. y Consumo S.A. solicitaron la apertura de su concurso preventivo de acreedores. Sin embargo, dado que los préstamos se extrajeron del patrimonio de las compañías mediante los fideicomisos financieros Confibono, los títulos emitidos por estos continuaron siendo administrados normalmente. El que los activos de los fideicomisos se hayan excluido del proceso concursal es visto como un precedente para la afirmación de las estructuras de securitización en Argentina. La historia tuvo un final feliz debido a una diversidad de factores como ser: i) la buena predisposición de la compañía (Bazar), posiblemente motivada por la pertenencia a una Red comercial Megatone conjuntamente con otras compañías del sector; ii) el accionar del fiduciario, y iii) la existencia de un agente de cobro sustituto (TINSA) con capacidad y estructura necesarias para administrar y cobrar una cartera atomizada de créditos e consumo. A consecuencia de todo lo anterior, los inversores de los fideicomisos no se vieron afectados, como sí ocurrió con el resto de los acreedores de la empresa.

## CONCLUSION

En los últimos años, la securitización ha probado ser una exitosa fuente de fondeo para las compañías argentinas, y el hecho de que se perciba que es menor el riesgo asociado con los instrumentos estructurados ha desatado el interés de los inversores dentro de un ambiente de creciente incertidumbre. La separación de activos involucrados en un proceso de securitización (como ser, la transferencia de activos a un fideicomiso independiente) en teoría protege a estos instrumentos de la acción contra las otras partes involucradas en la transacción. Haciendo un relevamiento del mercado de financiamiento estructurado luego de la crisis del 2001-2002, el balance es por demás positivo respecto de la fortaleza legal de la herramienta y lo útil que resultó para permitir que muchas empresas de diverso tamaño incursionaran en el mercado de capitales. Pensemos que de los 824 fideicomisos de préstamos de consumo en el periodo 2003-2010 (Cuadro 1), hemos relevado inconvenientes con menos de 10 operaciones (y muchas de estas operaciones estuvieron vinculadas a un solo emisor).

Dado que para las operaciones en oferta pública el fiduciario está obligado a informar distintos hechos que puedan favorecer y/o entorpecer la marcha de cada una de las operaciones en que participa, se hizo un relevamiento de los avisos publicados en la Bolsa de Comercio, lo que permite detectar casos en los cuales la situación económica financiera del fiduciante fue desmejorado y en consecuencia ciertos fiduciantes actuando a la vez como administradores incumplieron con términos del contrato de administración. Entre los aspectos más relevantes de este tipo de contratos se encuentran la obligación de parte del fiduciante de informar al fiduciario el estado de las cobranzas de los créditos subyacentes, así como el cumplimiento de las transferencias de los fondos recolectados por dichos créditos a las cuentas fiduciarias.

Lo importante en lo que respecta a esta tesis es que en el periodo considerado 2003-2010, las mayores implicancias negativas para los fideicomisos financieros de consumo se originaron por incumplimientos de parte de los fiduciantes actuando como administradores y agentes de cobro de los fideicomisos, y no por malos desempeños (baja cobrabilidad) de las carteras subyacentes.

Los casos relevados demuestran a las claras que el nivel de riesgo a que se expone un inversor en un fideicomiso financiero de préstamos de consumo (*Variable dependiente*), no se puede desligar totalmente de la calidad y actuación del fiduciante como administrador y agente de cobro en el fideicomiso (*Variable independiente*).

En las operaciones de Securitización, la quiebra del originador, administrador o fiduciario resulta en el reemplazo de la parte fallida y no en la insolvencia del fideicomiso. Es por ello que los fideicomisos son generalmente considerados instrumentos de “quiebra remota” y el riesgo al que se encuentra expuesto el inversor queda limitado a los activos subyacentes. La idea de esta tesis no es cuestionar la fortaleza legal del instrumento, el cual por otra parte ha sido

“testeado” en la práctica con muy buenos resultados desde este punto de vista de la “separación de activos del patrimonio del fiduciante”, habiendo superado exitosamente estos tests.

Por lo tanto esta fuera de toda discusión la idea de patrimonio separado, y lo que se presenta en esta Investigación es que el desempeño de los activos subyacentes, como una función de la calidad en la administración y cobranza de los mismos, no está completamente aislada del riesgo operacional del originador/administrador/agente de cobro. Esta situación se agudiza en nuestro mercado al ser una sola compañía la que generalmente desempeña las funciones de fiduciante, originador, administrador y cobrador.

Relacionado con lo anterior recordamos aquí que la Ley 24.441 (de Fideicomiso) dice en su art 15°: Los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario. Tampoco podrán agredir los bienes fideicomitidos los acreedores del fiduciante, quedando a salvo la acción de fraude. Los acreedores del beneficiario podrán ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitidos y subrogarse en sus derechos.

Lo que se plantea es que aún siendo dueño del activo y estando separado del patrimonio del fiduciante, en determinado tipo de operaciones (por ej. Fideicomisos financieros de préstamos de consumo), la cobrabilidad de los activos subyacentes (y por ende repago de los instrumentos fiduciarios), podría verse severamente afectada por un problema operativo y/o financiero con el fiduciante cuando este actúa como agente de obro de los créditos subyacentes. Entran a tallar aquí cuestiones cualitativas inherentes a las empresas y a las personas que las manejan, resumidas generalmente bajo el término *characters*.

El caso BONESI es un fiel reflejo de lo anterior mostrando un pobre *KYC (Know your customer*<sup>6</sup>), donde se evidenció claramente que el riesgo en última instancia es que el fiduciante actuando como agente de cobro retenga indebidamente la recaudación que hace por cuenta del fiduciario.

También se vieron formas de mitigar el riesgo de administración en los fideicomisos financieros de créditos de consumo cuando este rol lo cumple el fiduciante, tales como acortar el periodo de transferencia de fondos a las cuentas fiduciarias, y la existencia de un backup servicer capacitado para entrar rápidamente en operaciones.

Los casos presentados anteriormente muestran cómo la titulización y la administración pueden ser interrumpidas en el caso de que el fiduciante/administrador tenga dificultades financieras. Además de la calidad crediticia del fiduciante/administrador subyacente, la confianza en que éste cumplirá con los acuerdos (contratos de administración) y con las órdenes de

---

5 Character refiere a la combinación de cualidades y características relativas a la moral, integridad y reputación de los individuos/empresas

6 Un adecuado proceso de KYC (conocer al cliente) se encontraría alineado con una transacción/negocio en la cual los organizadores cuentan con adecuada información respecto de su cliente para tomar decisiones basadas en riesgo durante la relación con su cliente.

los tribunales siguen siendo elementos fundamentales para el desempeño de una securitización.

Como aspectos positivos a resaltar es la antigüedad, profundidad y sofisticación del mercado de securitizaciones argentino. El mercado de securitizaciones de Argentina es el más antiguo de Latinoamérica. Fue establecido en 1996 y ha habido una variedad de tipos de activos securitizados durante estos años. Hasta 2001, Argentina fue el mercado más grande de emisiones de titulizaciones en la región. La ley 24441 de fideicomisos es el sustento de las securitizaciones, es reconocida y posee buenos antecedentes al respecto. Por ejemplo, durante la crisis de 2001/2002, la cesión de activos (true sale) bajo esta ley no han sido impugnados a pesar de los varios casos de estrés como son la no disponibilidad de los depósitos (“corralito”), la “pesificación”, la indexación asimétrica y el incumplimiento del soberano. Otro antecedente es el anteriormente citado caso Bonesi, caso en el que el fiduciante trató de impugnar la cesión de activos y la Justicia declaró que los activos pertenecen a los fideicomisos.

En contraposición a lo anterior, ya hemos resaltado que la propia naturaleza del tipo de activo subyacente en que hemos puesto foco en este trabajo (créditos de consumo y personales), no “facilita” la transición hacia un cambio de agente de cobro en el contexto de una situación de stress del fiduciante original. En muchas transacciones de Argentina las características de los créditos hace que sean del tipo de administración intensiva dado que las cobranzas se realizan en forma “manual”, pudiendo ser en efectivo; esto es, los deudores deben presentarse a los locales a realizar los pagos. Esto puede ser particularmente dificultoso en el caso que la compañía cierre sus locales y se deba desarrollar un nuevo sistema de cobranzas. Otra cuestión a considerar con una transacción en Argentina es la naturaleza de corto plazo lo que tiene aspectos positivos por un lado; debido a que el horizonte de riesgo es menor, y negativos por otro; debido a que si hay alguna interrupción en la administración, esto tendrá un impacto mucho mayor en el porcentaje de créditos. Por ejemplo, si un préstamo hipotecario se ve interrumpido durante seis meses, esto tendría un impacto mucho menor, ya que representa una pequeña porción del préstamo hipotecario, que podría ser de más de 20 años. Por el contrario, un retraso de seis meses en un préstamo de 2 años de consumo tendría un impacto del 25% del saldo.

## BIBLIOGRAFIA

- Sitio de la Comisión Nacional de Valores <http://www.cnv.gov.ar/>
- Sitio de la Bolsa de Comercio: BOLSAR <http://www.bolsar.com/net>
- Ley 24.441 (de Fideicomiso)
- Ley 23.576 (de Obligaciones Negociables)
- Artículos Varios: Estudio Marval O' Farrell & Mairal <http://www.marval.com.ar/>
- Artículo: Cesión de créditos en Garantía por Antonio Miguel Berro Madero
- Deloitte & Touche Corporate Finance, Banking Newsletter de Novedades Financieras (Números 66 al 72)
- Préstamos personales con modalidad de pago mediante código de descuento – Fitch Ratings, Informe Especial, Junio 13, 2006
- Resoluciones 552 y 555 de la Comisión Nacional de Valores

## ANEXO I

### Tasas de rendimiento de los fideicomisos

El análisis de las tasas pagadas bajo los instrumentos emitidos por un fideicomiso de consumo, no puede hacerse sin antes considerar ciertos aspectos que inciden sobre la misma entre los que se detallan:

- Situación de liquidez del mercado en el momento de la emisión.
- Nivel de calificación crediticia de los instrumentos y duración de los instrumentos.
- Nombre del Fiduciante: esto es, existen muchos fiduciantes involucrados en los fideicomisos de consumo, y el mercado “reconoce” a aquellos fiduciantes con trayectoria y conocidos y suele “castigar” a fiduciantes nuevos (primeras series) o de menor tamaño.
- Cantidad de operaciones que salen al mercado en el mes/semana de la colocación. Es decir, si por ej.: coinciden muchas emisiones que “compiten” por fondos en un mismo mes en el mercado, o más aun si el propio Estado sale a emitir bonos para recaudar dinero, posiblemente las colocaciones de fideicomisos de consumo se verán afectadas (las emisiones del sector publico provocan un efecto *crowding out*<sup>7</sup>) con una suba en las tasas que deban pagar para poder colocar los instrumentos lo cual variara según el monto de la operación, el fiduciante, la duración, etc.
- Lo cierto es que en la medida que el fiduciante ingrese al mercado de capitales mediante esta herramienta, logra: i) tener a la mano una alternativa adicional de financiamiento, ii) bajar el costo de financiamiento, iii) establecer su nombre en el mercado de capitales, y tener la posibilidad futura de emitir deuda directamente mediante emisión de Obligaciones Negociables (ONs) y/o Valores de Corto Plazo (VCP)<sup>8</sup>.

Para ilustrar lo dicho anteriormente se presentan algunos datos seleccionados de emisiones de fideicomisos de préstamos de consumo comparados para el periodo enero- julio 2010:

---

<sup>7</sup>Crowdingout: efecto expulsión (en este caso de la emisiones del sector privado)

<sup>8</sup> Muchos de las empresas que actualmente emiten VCPs y ONs en Oferta Pública previamente emitieron muchas series de fideicomisos y en la actualidad alternan el uso de ambos tipos de financiamiento

**Cuadro 10**

Mes /año emisión	FIDEICOMISO	MONTO (millones \$)	titulo senior			
			Cupon	Tasa corte	Calificacion	Duration (meses)
Ene-10	La Vitalicia	6,42	variable	16,45%	AA+	6,7
Ene-10	Meridian II	13,36	variable	13,00%	AA+	1,8
Ene-10	Consubond LXXIV	72,1	variable	12,23%	AAA	3,3
Ene-10	Megabono Creditos XLVIII	51,49	variable	13,40%	AAA	3,7
Ene-10	Garbarino LVIII	70,3	variable	11,69%	AAA	3
Ene-10	Supervielle Creditos Banex XXXI	80	variable	11,15%	AAA	3,5
Ene-10	Secubono XLIX	50,46	variable	11,95%	AAA	4,4
Feb-10	Ribeiro XXXVI	46,27	variable	11,80%	AAA	4,1
Feb-10	Megabono XLIX	47,16	variable	11,50%	AAA	4,5
Feb-10	Sicom IV	12,11	variable	13,95%	AA	5,1
Feb-10	Pvcred I	39,99	fijo	10,94%	AAA	1,4
Feb-10	Pvcred I		variable	12,78%	AAA	7,7
Feb-10	Garbarino LIX	71,78	variable	11,34%	AAA	3,5
Feb-10	Pricoop VIII	15	fijo	12,45%	AAA	3
Feb-10	Pricoop VIII		variable	12,75%	AAA	10,1
Feb-10	Consubond LXV	38,88	variable	11,07%	AAA	4,2
Feb-10	Cerrito II	66,96	variable	16,14%	AA+	5,2
Feb-10	Secubono L	43,73	variable	11,23%	AAA	4,1
Feb-10	Supervielle Creditos Banex XXXII	80	fijo	10,97%	AAA	3,8
Feb-10	Supervielle Creditos Banex XXXII		variable	12,96%	AAA	12,2
Feb-10	Cuencred XII	24,12	variable	14,24%	AAA	8,1
Feb-10	Megabono L	44,11	variable	11,43%	AAA	4,7
Mar-10	Secubono LI	58,03	variable	12,50%	AAA	4,6
Mar-10	Garbarino LX	81,19	variable	11,24%	AAA	3,4
Mar-10	Rizzibono VIII	5,94	variable	12,40%	AAA	4,5
Mar-10	Best Consumer Finance X	49,5	variable	12,49%	AA	6
Mar-10	Consubono XL	40,91	variable	11,17%	AA	3,2
Mar-10	Supervielle Creditos Banex XXXIII	80	fijo	10,74%	AAA	3,8
Mar-10	Supervielle Creditos Banex XXXIII		variable	12,10%	AAA	12,2
Mar-10	Red Mutual XIII	32,9	variable	13,19%	AAA	11,8
Mar-10	Cetrogar IX	20,2	variable	11,50%	AAA	4,8
Mar-10	Euroamericana II	4,96	variable	13,49%	AA	6,3
Abr-10	Banco Piano XVI	49,37	variable	11,00%	AAA	4,4
Abr-10	Secubono LII	49,87	variable	12,87%	AAA	4,2
Abr-10	Banco Provincia Personales I	82,89	variable	11,00%	AAA	3,4
Abr-10	Lucaoli III	28,25	variable	11,98%	AAA	2,8
Abr-10	AMPF II	18,65	variable	13,25%	AA+	5,8
Abr-10	Grancoop III	14,67	variable	13,75%	AA	7
Abr-10	Sucredito IV	22,35	variable	14,51%	AA	6,7
Abr-10	Garbarino LXI	93,75	variable	11,75%	AAA	3,2
Abr-10	Supervielle Creditos Banex XXXIV	80	fijo	11,75%	AAA	4,4
Abr-10	Supervielle Creditos Banex XXXIV		variable	12,76%	AAA	14,9
Abr-10	Cis III	13,78	variable	13,74%	AA+	6
Abr-10	Ribeiro XXXVIII	57,32	variable	11,87%	AAA	4,2
Abr-10	Megabono Creditos LI	31,73	variable	11,97%	AAA	3
Abr-10	Consubond LXXVI	45,31	variable	11,50%	AAA	3,1
Abr-10	Decreditos V	11,49	variable	14,00%	AA+	6,4
May-10	Centrocard I	11,56	variable	16,00%	AA	5,6
May-10	Megabono LII	48,66	variable	11,75%	AAA	4,3
May-10	NBC Prestamos Personales I	26,8	variable	10,75%	AAA	1,1
May-10	Tinuviel VIII	17,09	variable	15,51%	A+	7,3
May-10	Fidebica XI	29,74	variable	11,20%	AAA	3,5
May-10	Pvcred II	46,56	fijo	10,91%	AAA	1,3
May-10	Pvcred II		variable	12,20%	AAA	7,9
May-10	Credito Solidario	9,67	variable	15,50%	AA	4,2
May-10	Secubono LIII	43,21	variable	12,68%	AAA	4,3
May-10	Supervielle Creditos Banex XXXV	80	fijo	11,75%	AAA	4
May-10	Supervielle Creditos Banex XXXV		variable	12,80%	AAA	13,7
May-10	Consubono LXI	48,68	variable	11,78%	AA	3,4
May-10	Finansur Personales	44,88	variable	13,24%	AAA	8,8
Jun-10	Garbarino LXII	100,16	variable	11,49%	AAA	3,6
Jun-10	Mil II	7,17	variable	15,55%	AA	5,9
Jun-10	Supervielle Creditos Banex XXXVI	80	Fijo	11,50%	AAA	3,9
Jun-10	Supervielle Creditos Banex XXXVI		variable	13,62%	AAA	14,4
Jun-10	Consubond LXXVII	70,57	variable	11,39%	AAA	3,7
Jun-10	Best Consumer Finance XI	85	variable	13,51%	AA	5,5
Jun-10	Cuencred XIII	22,73	variable	13,96%	AAA	11,3
Jun-10	Megabono LIII	51,09	variable	11,44%	AAA	3,9
Jun-10	Red Mutual XIV	36,57	variable	13,56%	AAA	11,3
Jun-10	Secubono LIV	49,27	variable	11,38%	AAA	4,8
Jul-10	Supervielle Creditos Banex XXXVII	80	Fijo	11,75%	AAA	3,8
Jul-10	Supervielle Creditos Banex XXXVII		Variable	13,46%	AAA	14,1
Jul-10	Megabono LIV	55,02	Variable	13,26%	AAA	3,5
Jul-10	Banco Piano XVII	38,66	Variable	12,79%	AAA	4,7
Jul-10	Mutual 17 de Enero III	19,46	Variable	14,65%	AAA	7
Jul-10	Fidebica XII	35,48	Variable	12,65%	AAA	5,5
Jul-10	Grancoop IV	17,99	Variable	13,89%	AA	7,8
Jul-10	Consubono LXII	45,88	Variable	12,96%	AA	3,2
Jul-10	Garbarino LXIII	103,62	Variable	12,90%	AAA	4
Jul-10	Pvcred III	53,25	Fijo	10,90%	AAA	1,9
Jul-10	Pvcred III		Variable	12,90%	AAA	9,1

Fuente: Deloitte - Banking Newsletter /Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Incluye solo las emisiones de FF de prestamos de consumo

Se observa la forma en que a medida que la duración de los instrumentos crece, también aumenta la tasa, y también se puede ver que a duraciones similares distintos “emisores” pagan distinto (por ej.: Consubond LXV y Secubono L, en febrero 2010).

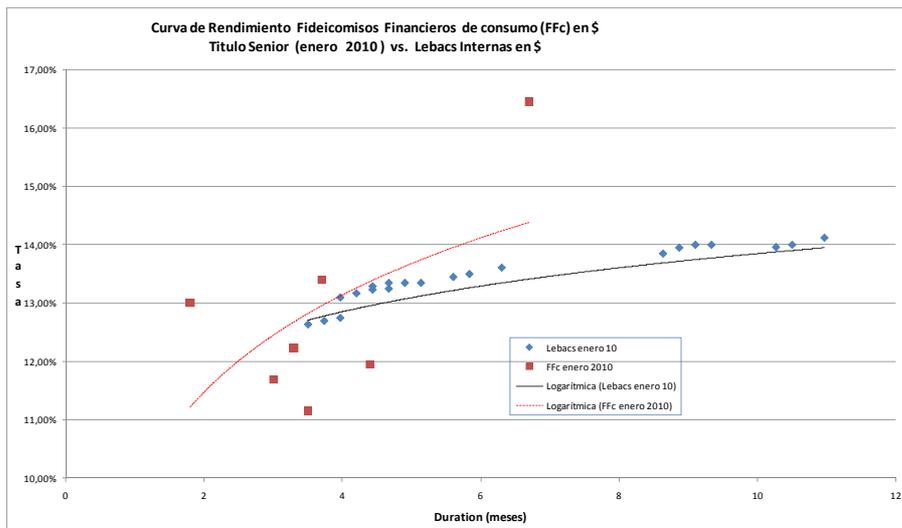
Del cuadro anterior también surge que aquellos fiduciantes que son entidades financieras bajo la supervisión del BCRA, se benefician con menores tasas para similar plazo en comparación con otros fiduciantes no regulados. Entre esos fideicomisos se encuentran Supervielle Creditos Banex (fiduciante :Banco Supervielle), y Banco Provincia Personales (fiduciante: Banco Provincia de Buenos Aires).

Asimismo el cuadro anterior presenta operaciones en las cuales los créditos subyacentes son préstamos personales que se repagan mediante retención de la cuota del salario del deudor. Se trata de créditos a personas físicas –ya sea personal en relación de dependencia o pasivos-, otorgados por las mutuales o cooperativas (entidades intermedias), que tienen acuerdos firmados con reparticiones públicas (nacionales, provinciales y/o municipales) o entes empleadores o pagadores. Estos acuerdos permiten efectuar descuentos sobre los haberes de los deudores bajo los préstamos, por ello se denomina préstamos con “código de descuento”. Estos casos encierran riesgos particulares como ser riesgo “Agente de retención”, o riesgo “mutual” que son considerados por los inversores al momento de la colocación (ej: La Vitalicia en enero 2010, o AMPF II y Grancoop III en abril 2010).

Desde la perspectiva del inversor podríamos comparar rendimientos de los títulos senior de los fideicomisos presentados en el cuadro anterior con una inversión alternativa como ser las Letras del Banco Central de la República Argentina (Lebacs) internas en pesos, o plazos fijos en pesos considerando ciertas aclaraciones a los efectos de encuadrar el alcance de estas comparaciones a saber:

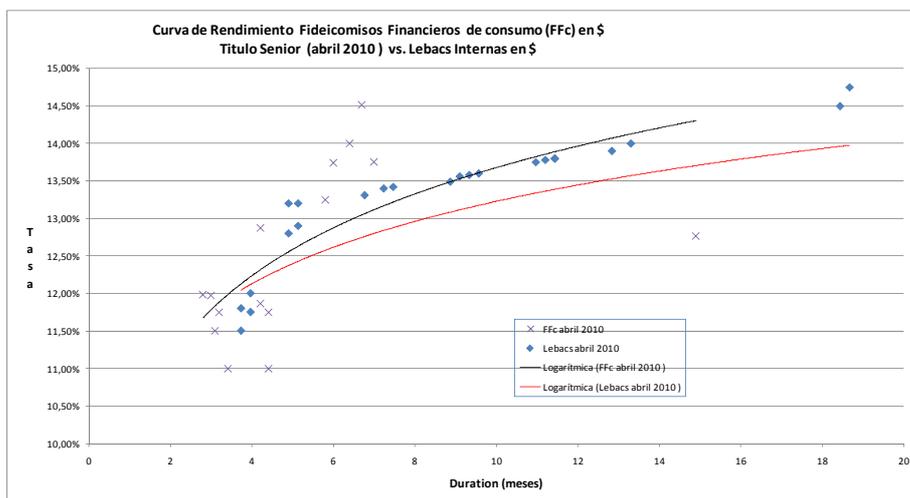
- ✓ La mayoría de los instrumentos de los fideicomisos analizados pagan una tasa variable con Base en Tasa BADLAR más un determinado margen, por lo cual se considero la tasa de corte a la que coloco cada instrumento.
- ✓ De acuerdo a los términos y condiciones de los instrumentos emitidos a través de este tipo de fideicomisos, y a diferencia de las Lebacs, los pagos no son “puntuales” si bien existe un vencimiento “estimado”. Es decir que el inversor está expuesto a posibles “aceleraciones” o “atrasos” en los pagos de los servicios de deuda, sin que ello implique un incumplimiento. Esto obedece a las propias características de los prestamos subyacentes y los flujos que estos generan los cuales pueden no coincidir totalmente con lo estipulado en el flujo teórico inicialmente presentado.
- ✓ Las Lebacs internas en pesos no pueden ser adquiridas por inversores del exterior, mientras que los instrumentos estructurados sí.

Cuadro 11



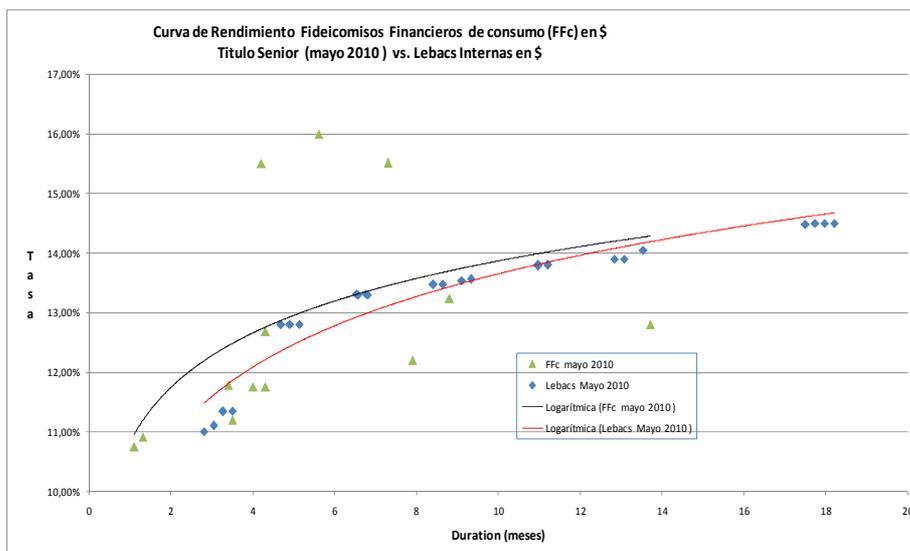
Fuente: elaboración propia en base a Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Cuadro 12



Fuente: elaboración propia en base a Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Cuadro 13



Fuente: elaboración propia en base a Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y Banco Central de la República Argentina (BCRA)

De los gráficos presentados observamos que, con las salvedades citadas en cuanto a la comparabilidad de ambos instrumentos, la alternativa de los títulos fiduciarios resulta interesante.

Por otra parte si consideramos las tasas de depósito en plazo fijo informadas por el BCRA (presentadas seguidamente) se ve que los instrumentos fiduciarios, aun de muy corto plazo, "pagan más", que los plazos fijos en moneda nacional a 60 y mas días, por muchos de los motivos enunciados al principio (incertidumbre de flujos, tasa de retorno final incierta, etc)

Cuadro 14

Depositos a Plazo Fijo en \$ 60 ds y mas	
Fecha	TNA. Prom mensual
Ene-10	10,71%
Feb-10	10,28%
Mar-10	10,14%
Abr-10	9,77%
May-10	8,99%
Jun-10	9,87%
Jul-10	10,00%

Fuente: BCRA

Haciendo un análisis desde el punto de vista de quien obtiene el financiamiento a través del fideicomiso, es decir del fiduciante, se concluye que las tasas a las que acceden a través de esta herramienta son más que convenientes comparativamente por ej.: con las tasas que para el mismo periodo considerado (enero-julio 2010), publicaba el BCRA para adelantos en cuenta corriente en pesos al sector privado no financiero presentadas en el siguiente cuadro:

Cuadro 15

Adelantos cta.cte en \$ sector privado no financiero	
Fecha	TNA. Prom mensual
Ene-10	20,70%
Feb-10	20,25%
Mar-10	20,04%
Abr-10	19,51%
May-10	18,85%
Jun-10	18,25%
Jul-10	18,69%

Fuente: BCRA