



**COMPRA DE CARTERA DE CRÉDITOS TÓXICOS COMO
ALTERNATIVA DE INVERSION - OPORTUNIDAD
TRANSITORIA O INVERSIONES PERDURABLES; ORO
O BARRO.**

AUTOR: JUAN PABLO MARTÍ.

TUTOR: VANESA WELSH / LUCIANO KASAKOFF.

ENTREGA: JUNIO 2007.

LUGAR: CIUDAD AUTONOMA DE BUENOS AIRES, ARGENTINA.

**AGRADECIMIENTOS:**

Agradezco por su colaboración y soporte a las personas que han hecho posible la preparación, desarrollo y finalización de este trabajo final de investigación. A la dirección y al staff del programa EMBA por su apoyo y dedicación, que fueron elementales en la contención del grupo y en el éxito conseguido. Al grupo de compañeros que han sabido compartir sus experiencias personales y profesionales como un aporte invaluable al grupo que conforma la promoción EMBA 2005. A mis compañeros de grupo Marcela Gonzalez, Maria Elena Eduardo, Ricardo Dickman y Diego Werthein. Todas ellas han sido esenciales en este proceso de formación y especialización profesional y a quienes recordaré siempre por tantos gratos momentos vividos. Asimismo no quiero dejar de mencionar aquellas personas que aportaron su dedicación para la finalización de la tesis en tiempo y forma. Ellos son Sandra Welsh y Luciano Kasakoff.

**PREFACIO:**

La presente tesis tiene por objeto la investigación del mercado secundario de los Créditos Tóxicos o *Non-Performing Loans (NPLs)*, en Latinoamérica. En el informe haremos una revisión y análisis del mercado de estos activos financieros, el nacimiento y evolución de la compra de cartera de estos créditos. Cuáles son los factores que dan impulso al negocio evaluando tanto las ventajas para el tenedor como para el inversor.

Como resultado esperamos llegar a entender cómo funciona la oferta y demanda de los *NPL's*, explicar su existencia e identificar las variables y condiciones óptimas de este mercado secundario. Estaremos en condiciones de evaluar la calidad de las inversiones en estos activos tóxicos o *distressed assets* y si se trata de un producto de una oportunidad transitoria generada por los mercados o de un sofisticado activo financiero que ha encontrado un desarrollo perdurable.



TABLA DE CONTENIDOS

1	INTRODUCCION:.....	1
2	ANÁLISIS DEL MERCADO DE NPLS:	3
3	OPORTUNIDADES EN EL MERCADO DE CRÉDITOS TÓXICOS:.....	13
4	PLAYERS DEL MERCADO DE NPLS Y VALUE DRIVERS:	22
5	KSF'S EN EL NEGOCIO DE CRÉDITOS TÓXICOS O NPLS:.....	27
5.1	Estructuras Eficientes:	30
5.2	Modelos de Valuación:	32
6	CONCLUSIONES:.....	36
7	ANEXO	38
8	BIBLIOGRAFÍA:.....	40



1 INTRODUCCION:

A raíz de los cambios que se van produciendo en las economías mundiales y el desarrollo de nuevos negocios como parte de la evolución de los mercados, las compañías en busca de nuevas herramientas de financiamiento han obligado a los sistemas financieros a especializarse y ser más sofisticados en su oferta de productos y servicios, dando lugar al crecimiento económico. De esta manera se va generando, principalmente en las entidades financieras la necesidad de nuevas estructuras contables y mayores controles en los análisis de riesgos que obligan una mejor administración de sus activos.

En el camino del crecimiento de la actividad económica en general, las entidades comienzan a ver el aumento en sus activos y también en el valor de mora, dado que generalmente es un porcentaje de los primeros.

Como desprendimiento de estos cambios en las economías ha surgido un mercado secundario de créditos llamado *non-performing loans* (NPLs) que ha generado una nueva alternativa de inversión. Estos créditos son aquellos activos que por diversas razones dejan de generar ingresos y que pasan a ser una carga muy pesada para las entidades que los emiten, tanto desde el punto de vista financiero, ya que deben financiar la existencia de dichos créditos, como desde el punto de vista contable, desmejorando su capacidad prestable. A partir de allí, los mercados impulsaron la creación de una alternativa para que las entidades puedan desprenderse de estos activos improductivos a través de la tercerización en la gestión de los mismos.

Con el tiempo y la evolución de los mercados las compañías fueron encontrando la oportunidad de mejorar sus estados contables a través de la colocación en un mercado secundario los *bad loans* generando una nueva oferta en el mercado financiero.

Esta tesis tiene por objeto analizar cuáles son las fuerzas que intervienen para el surgimiento de este mercado, determinar el origen, desarrollo y perspectivas de crecimiento del mercado secundario de *NPLs*, su atractivo como activo financiero para inversores y como herramienta de financiamiento para las



compañías generadoras de créditos. Analizar el presente y el futuro de esta alternativa haciendo una revisión de las economías que mayor impulso le dieron y los factores que influyen en el crecimiento de este mercado de créditos tóxicos o *non-performing loans (NPLs)*.

Asimismo poner al alcance del lector los distintos métodos que se utilizan para la valuación de las carteras de *NPLs* como también los vehículos más convenientes para la estructuración de este tipo de negocio.

La creación del mercado secundario de *NPLs* ha generado oportunidades que describiremos y asimismo evaluaremos su potencial como activo financiero perdurable.

A lo largo del informe daremos una visión acerca del proceso de originación de esta alternativa de inversión y de los distintos mercados que comenzaron a utilizarla.

Como resultado de este informe podremos exponer y demostrar los motivos que dieron impulso al desarrollo del mercado secundario de *NPLs* en los últimos años y la tendencia que presenta como alternativa de inversión.

El lector podrá identificar cuáles son los factores claves de éxito para mantener activo y vigente este mercado y cuáles son los riesgos que pueden afectar la continuidad de estas operaciones.

En este marco analizaremos los distintos elementos que determinan la oferta y demanda de los *NPLs* en el mercado secundario y evaluaremos cuáles son los escenarios más favorables, los *players* y las estructuras operativas que intervienen en el desarrollo de este mercado en crecimiento.

Existen algunos factores que tienen mayor ponderación que otros en la determinación del origen o el comienzo del proceso de expansión de este negocio en el mundo. Los más visibles son los que emergen de los cambios en las economías, culturas y legislaciones en cada uno de los países, que toman impulso generalmente a partir de alguna crisis y que se materializan ante la necesidad de crecimiento y evolución. A partir de allí surgen oportunidades que dan origen a nuevos negocios que conglomeran a asociaciones de personas, compañías y corporaciones con el fin de aprovechar nuevas reglas de juego.



Por lo tanto los mercados y las compañías van encontrando sus oportunidades y de esta manera se produce el rejuvenecimiento de productos y actividades que dan lugar a nuevas estructuras generadoras de valor para las economías mundiales.

2 ANÁLISIS DEL MERCADO DE LOS NPLS:

Hemos realizado una breve introducción al tema de *NPLs* y comenzaremos a sumergirnos en la trayectoria que ha tenido el tratamiento de *bad loans* en las economías más representativas y qué motivó el posicionamiento en el mercado de los *NPLs* y la importancia que hoy tiene para las compañías el *risk management* dentro de su estrategia de crecimiento.

Hoy a la luz del surgimiento y el impulso que está teniendo en el mundo el mercado secundario de *NPLs*, nos surge una pregunta, ¿Por qué se da ahora con mayor fuerza?.

Los ciclos económicos han determinado siempre los éxitos y fracasos de distintos negocios, independientemente del país que se analice. En estos ciclos se van definiendo mercados más o menos riesgosos para el desarrollo de las compañías y por ende de las inversiones. Una visión rápida de las tendencias que presentan los mercados luego de pasar por periodos de crisis financieras en sus economías nos mostrará el rumbo que tomarán los negocios y los ajustes que fomentan dichas crisis en las estrategias de las compañías.

El *management* de las compañías tiene una visión del futuro dada por el contexto, que determina los cambios en sus estrategias, generando un cambio global que da lugar a nuevos mercados y condiciones. La tendencia que marca la economía global, que es tomada como determinante para el análisis, es la siguiente:

- ⊕ Habrá un aumento de volatilidad en el sistema financiero global y más crisis financieras en los próximos 5 años.
- ⊕ Hay una cantidad creciente de compañías emergentes y globales que están aprendiendo a manejarse en estos escenarios volátiles.
- ⊕ Habrá mayores turbulencias en el horizonte: Japón, China y Alemania por nombrar algunas.



⊕ Para minimizar y prevenir las futuras crisis, los sectores privados, especialmente los inversores y los intermediarios financieros deben adelantarse y jugar un papel más proactivo en fortalecer el sistema financiero global.

El análisis de estos puntos por parte de los distintos sectores dentro de las economías produce el nacimiento de estructuras nuevas que mejoran la *performance* del sistema financiero global.

Las tendencias de los mercados y las distintas fuerzas que intervienen para dicho nacimiento se muestran en la figura N° 1 “Incremento en la volatilidad y la incidencia de las crisis - La economía global está en transición”:

Figura N° 1



El contexto que se plantea y que forma parte de las decisiones de la mayoría de las compañías en todo el mundo, marca el inicio de un análisis más profundo en busca de una estrategia de negocios más alineada con dicho contexto.

A raíz de estos cambios que se van produciendo en la economía mundial, las entidades financieras, que forman parte importante de la cadena económica en el crecimiento de los mercados, comienzan a experimentar cambios en la composición de sus *portfolios* tanto en cantidad como en calidad. Por lo tanto a la luz de la tendencia de los cambios económicos y financieros propuestos por la evolución de los mercados mundiales, el mercado financiero comienza un camino hacia la redefinición de su negocio y principalmente hacia los controles y estructuras de sus carteras de préstamos.

Una de las regiones que primero ha encarado este camino fue Europa, quien a su vez, ha sido la región con mayor experiencia y volumen en el tratamiento de



las carteras de *bad loans o distressed assets*¹. Los bancos europeos, compañías e instituciones públicas se encontraron administrando algo de \$ 900 billones de *non-performing credits* y, como debido a que la economía de la región comenzó a desacelerar su crecimiento desde que entra en vigencia la comunidad económica, los créditos con problemas comienzan a mostrar un crecimiento significativo. En la figura N° 2 “Volumen de *NPLs*” ilustramos los valores de *NPLs* manejados en los principales países del mercado europeo, que dio origen a la expansión del mercado secundario de préstamos, como un efecto derrame del volumen creciente de nuevas colocaciones de créditos por parte de las entidades.

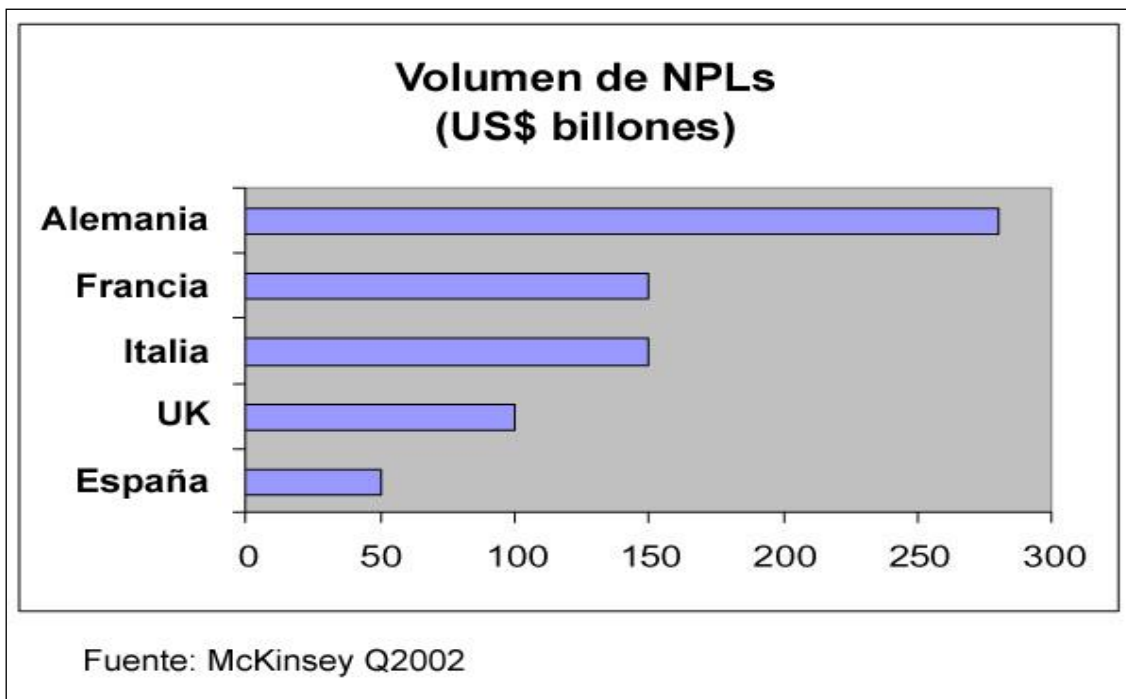
¹ Distressed Debt: Deuda bancaria, Privada o pública de compañías que:

- ✓ Tienen Default en sus obligaciones de deuda;
- ✓ Han iniciado procesos de insolvencia o reorganización;
- ✓ Están en un nivel de desajuste financiero que sus títulos de deuda tienen valores de más de 1000 bps por encima de un US Treasury bonds comparable; o
- ✓ Tienen colocaciones de su deuda por debajo del 70%.

Fuente: Es una adaptación del informe del “International Insolvency Institute”.



Figura N°2



En poco tiempo las entidades comenzaron a registrar altos niveles de NPLs, lo que obligaba a encarar una acción concreta para balancear el negocio.

Como política general todas las entidades financieras tratan de recuperar tantos préstamos *non-performing* como pueden, pero algunos hacen mejor trabajo que otros. Entre bancos italianos chicos el más efectivo en recuperar sus préstamos, lo hace un 20% por encima del promedio gracias a sus procesos hechos a medida de cada tipo de préstamo y trabajando muy cerca de sus deudores.

Por otro lado, los bancos grandes han aprovechado esto para crear nuevos negocios para administrar sus *non-performing credits* a gran escala y también los de otras compañías cobrando comisiones (*fees*) del 10% y 15% sobre el monto recuperado. El negocio les ha permitido adquirir una gran experiencia en las técnicas de cobranza y la creación de procesos a medida de cada cartera para el manejo de *bad loans*.

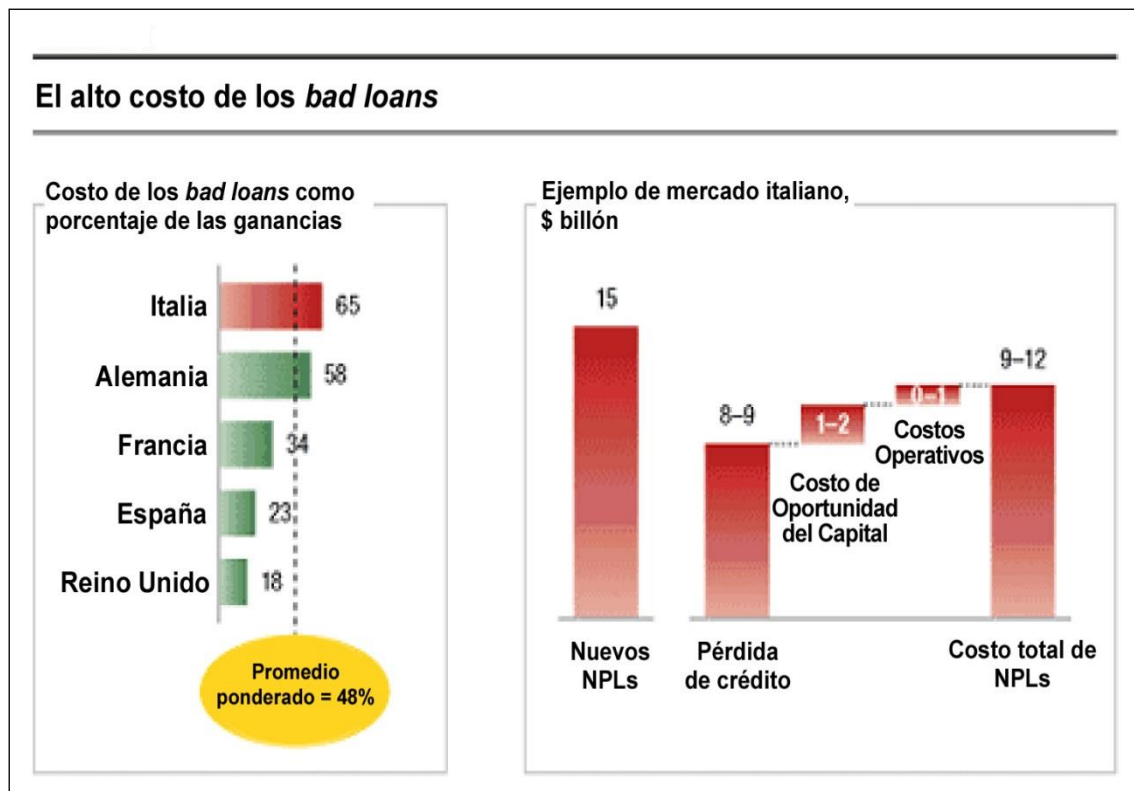
Los clientes potenciales de estos bancos son inclusive otros bancos que manejan del 45% al 50% de los préstamos *nonperforming* del país, junto con las compañías industriales que tienen el 40% y las instituciones del gobierno el



resto. De este mercado, incluso, se comienzan a desprender algunas casas de securitización que compran algunos créditos *non-performing* de estos prestadores. Europa tiene muchas firmas que ofrecen servicios de cobranzas y algunos bancos utilizan sus servicios para la recuperación de préstamos de consumo, sin embargo el *outsourcing* de la cobranza de todo el porfolio de *bad loans* por parte de los bancos y compañías, con cobertura nacional e internacional pasaría a ser algo nuevo. Esta práctica no sólo era una tentación financiera para los bancos que estaban en un proceso de *downsizing* sino también una oportunidad contra cíclica. Incluso, los rendimientos han provocado el ingreso de pequeñas compañías de cobranzas dispuestas a crecer a través de asociaciones con otras. Pero estas asociaciones no contaban con una gran cobertura geográfica ni con profesionalismo, entonces algunas compañías americanas especializadas en cobranzas a deudores no bancarios han entrado en el mercado europeo. Esta corriente se comienza a formar debido a que la administración de los *bad loans* era enormemente costosa para las entidades de manera que los pagos perdidos constituían alrededor del 85% del total y los prestadores cargan con los gastos operativos de sus procesos de cobranzas, costos legales y de estructura como también el costo de oportunidad del capital ocioso del préstamo (4 años en el promedio de créditos *non-performing*). A comienzos de esta década los costos de *bad loans* de los bancos europeos eran igual a la mitad del total de sus ganancias como se muestra en la Figura N°3 “El alto costo de los *bad loans*”.



Figura N°3



Fuente: McKinsey & Co Inc 2002 - Es una adaptación del informe "Good Money from bad debt"

Entonces la pregunta que surge es ¿por qué si hay tantos *bad loans* que le cuestan la mitad de sus ganancias a los bancos, sólo comenzaron a surgir en Europa?

Europa ha sido el primer continente en estar dispuesto a desprenderse de sus *portfolios de bad loans* y otorgar la administración de los mismos a terceros. Los bancos son la clave para el crecimiento de este negocio porque no sólo concentran la mayor cantidad de créditos *non-performing* sino que también por definición son expertos en créditos.²

La decisión de los bancos fue impulsada por tres razones principales:

Primero, los mercados financieros comenzaron a ejercer presión, sin precedentes a los bancos para incrementar su rentabilidad. En respuesta muchos están securitizando las actividades en su cadena de valor, identificando aquellas más rentables y tercerizando el resto.

² "Good Money from bad debt" - Michele Carmele, Maurizio Donato, Andrea Mignanelli. - Rome Office of McKinsey & Company Inc.



La revisión de su cadena de valor les ha revelado el verdadero costo de los *non-performing credits* para algunos bancos por primera vez. Tradicionalmente, los bancos europeos han medido sus gastos solamente en términos de pérdidas de créditos. El *management* de los *non-performing credits* podría ser el próximo paso hacia el *outsourcing* en varios bancos pequeños y regionales por el potencial de mejoramiento de los retornos. Si una agencia especializada puede consistentemente recuperar deudas con el éxito que los mejores bancos europeos lo hacen, entonces las compañías usarán esta práctica para reducir sus costos que se calcula en más del 10% como muestra la figura N°4 “*Bad Loans mejor administrados*”.

Figura N°4

Bad loans mejor administrados					
Ejemplo mercado italiano; monto total de NPLs = 100					
	Pérdida del crédito	Costo de oportunidad del capital	Costos Operativos	Costos de Outsourcing	Costo total de NPLs
Proceso Tradicional	55	12	5	N/A	72
Outsourcing	50	9	N/A	6	65
Costos legales y de estructura					

Fuente: McKinsey & Co Inc 2002 - Es una adaptación del informe “Good Money from bad debt”

Segundo, habiendo tercerizado exitosamente otros procesos, los bancos encuentran en el *outsourcing* de sus deudas menos riesgos. Mejores sistemas de información del management dejan menos lugar para valuaciones incorrectas de sus portfolios manejados por terceros, además de los fraudes que son el riesgo operativo más importante del proceso.



Tercero, dado que los bancos están pensando seriamente en usar especialistas para el recupero de sus deudas, un nuevo tipo de cliente potencial ha aparecido en Europa, las casas de securitización.

Durante el 2000, algunos u\$d 84 billones de deuda securitizada fueron emitidos en Europa. A partir de ahí, ha ido creciendo y mostrando que la mitad de esas emisiones provenían de *non-performing loans*, donde dichas casas mejoraban las calificaciones de las deudas y también los retornos de las emisiones.

Por ejemplo en Italia y Alemania, los dos países europeos que mayor volumen de bancos y créditos concentran, han impulsado esta práctica y el crecimiento de las agencias de especialistas en el recupero de deudas hasta hoy.

Estos países explican la mayor parte del impulso dado por Europa a estas prácticas debido a los siguientes factores:

- Largos periodos de desaceleración de la economía, deteriorando los indicadores de crecimiento y desempleo.
- Aumento general de precios al consumidor, disminuyendo la capacidad de ahorro doméstico en toda la región provocando menor capacidad para el pago de deudas.
- Aumento de tasas de interés de largo plazo. Por cada punto porcentual de aumento de tasa, los pagos mensuales de intereses que devengan los préstamos aumentan un 25%, deteriorando la calidad de los portafolios de los bancos.

Estos factores tienen impacto en el aumento de sus *bad loans* y como consecuencia de las provisiones que deben realizar en sus balances. Esta situación determina gran parte de las medidas económicas, impositivas y legales que deben tomar los gobiernos para corregir el deterioro en las carteras de préstamos de los bancos y permitiéndoles mejorar su capacidad prestable como elemento esencial para el crecimiento de la economía.

India es un ejemplo de medidas encaradas desde los gobiernos para reestructurar el sistema devolviéndoles liquidez. Ha creado nuevas leyes que han obligado a los grandes bancos a cambiar la forma de manejar sus activos que presentaban problemas de recupero. De tal manera, debían comenzar a provisionar como *bad loans* a todos aquellos activos que registran atrasos



mayores a 90 días, cuando antes lo hacían solo para aquellos que superaban los 180 días. Por lo tanto las provisiones para *bad loans* comieron gran parte de las ganancias de los bancos.

El costo de estas y otras medidas están persuadiendo a más bancos a encarar acciones que permitan desprenderse de la cartera *non-performing*, en un contexto de tasas en aumento, márgenes más bajos y a pesar de esto, una demanda de créditos nuevos que muestra una tendencia a aumentar en los próximos años, obligando a los bancos a encontrarle un uso más rentable al dinero de las provisiones. A raíz de esto los grandes bancos han ejercido presión para encontrar una solución a la administración de sus activos de manera de mejorar su retorno esperado.

Una de las medidas tomadas en India fue permitir, a través de una ley que inversores extranjeros puedan participar en compañías que administren *distressed assets* hasta un 49%, medida que abre una gran puerta a inversiones en este tipo de activos. En esta línea los gobiernos tienen gran protagonismo en el cambio hacia sistemas financieros más abiertos. Estas medidas hacen más competitivos a estos países y generan oportunidades, por un lado para los inversores extranjeros que ven en estas medidas la posibilidad de invertir en activos bien garantizados en economías en pleno crecimiento y, por el lado de los bancos, generan la necesidad de desprenderse de gran parte de su cartera para mejorar sus ratios y para seguir cubriendo la demanda creciente de préstamos nuevos.

A través de estas medidas impulsadas por las compañías y a su vez esforzándose por mantener el foco en la calidad de los activos apuntando a aquellas industrias con gran crecimiento que han sido los motores de la economía como la industria del acero, le ha permitido a los bancos de India niveles bajos de *NPL's* en los últimos 5 años.

Por lo tanto han creado un sistema con bajos niveles de *bad loans* debido a la conveniencia en mantener bajo el porcentaje de *non-performing assets* (NPA) respecto al total de activos y que les ha permitido mejorar sus valuaciones en las bolsas y a su vez los clientes también ganan porque los bancos tienen tasas más bajas por sus eficiencias operativas.



Los bancos han también sido agresivos en alocar fondos cada año para cubrir los *distressed assets*. Alocaciones y provisiones de *bad debt* han servido para bajar sus niveles de NPAs. Han contabilizado perdidas de sus *bad loans* y han vendido esos créditos a otros bancos y a firmas de cobranzas.

Gracias a esta reestructuración encarada por India, los *performing loans* crecen, los ingresos por intereses de los bancos también crecen y no necesitan aumentar la tasa para subsidiar *bad loans*. Por lo tanto, es natural tener tasas moderadas de *bad loans* mientras las provisiones no sean altas, dándose como proceso natural del crecimiento del sistema financiero.

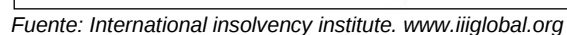
Aunque los valores de *bad loans* que manejan países como India, están en el 10% del total de préstamos del sistema y teniendo en cuenta que el 80% de los préstamos están en manos de bancos públicos, aún está lejos de ser comparable con aquellas plazas más desarrolladas como China, donde sus valores de *bad loans* son cercanos al 35% del total de préstamos. Sin embargo sientan un precedente en la forma en que los gobiernos pueden participar en el mejoramiento del sistema y creando nuevas oportunidades para un mercado secundario para *distressed assets*³.

3 OPORTUNIDADES EN EL MERCADO DE NPLS:

Algunos países están desarrollando herramientas para anticiparse al aumento de las deudas en problemas (*distressed*) mientras que otros aún están en procesos muy tempranos en el camino para mejorar la situación. Esto plantea un mapeo mundial de las distintas oportunidades que se presentan para los mercados secundarios de *portfolios* donde apuntan los inversores en este tipo de activos. Este proceso de identificación de mercados es prioritario a la hora de detectar el potencial que presentan los NPLs como negocio en un posible mercado secundario en cada región. Por diversos motivos, entre ellos el desarrollo económico, marcan una tendencia para el crecimiento de los NPLs. En la figura N° 5 “Estados de Desarrollo Global en el Mercado de *Distressed Debt*” vemos la distribución de regiones de acuerdo al

³ *Foreign investors welcome.*, The Economist, 12/10/2005, Vol. 377. Distressed Assets in India.

Figura N°5



Página 14 de 44

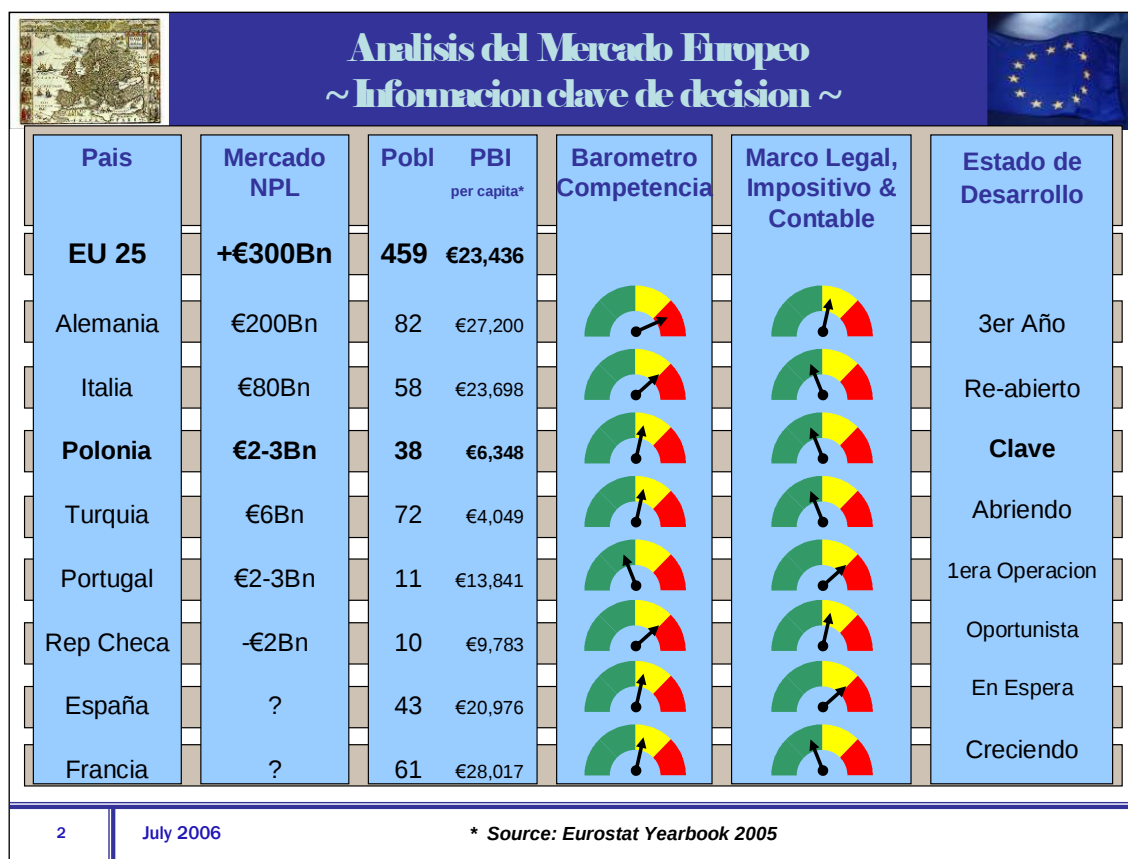


inversores por aquellos mercados donde los bancos concentran la mayor parte de la deuda total del sistema.

Muchos de estos países tienen limitaciones para manejar *bad debt* incluyendo, restricciones en sus convenios, regulaciones y perfiles de riesgo, resultándoles más práctico hacer el *write-off* (contabilizarlo como pérdida) o vender a un precio de descuento que endeudarse con un organismo de reestructuración de deuda para sostener la estructura.

Los mercados como Europa, UK y US, fueron los que han impulsado la reconversión de sus sistemas financieros a través de nuevos *deals* y han marcado una tendencia mundial que se extiende a la mayoría de los países emergentes. En la figura N° 6 “Análisis del mercado Europeo” vemos el nivel de información que se busca para la toma de decisiones de inversión y nos da una referencia de los mercados ya maduros y también las perspectivas que ofrecen aquellos que están entrando.

Figura N°6





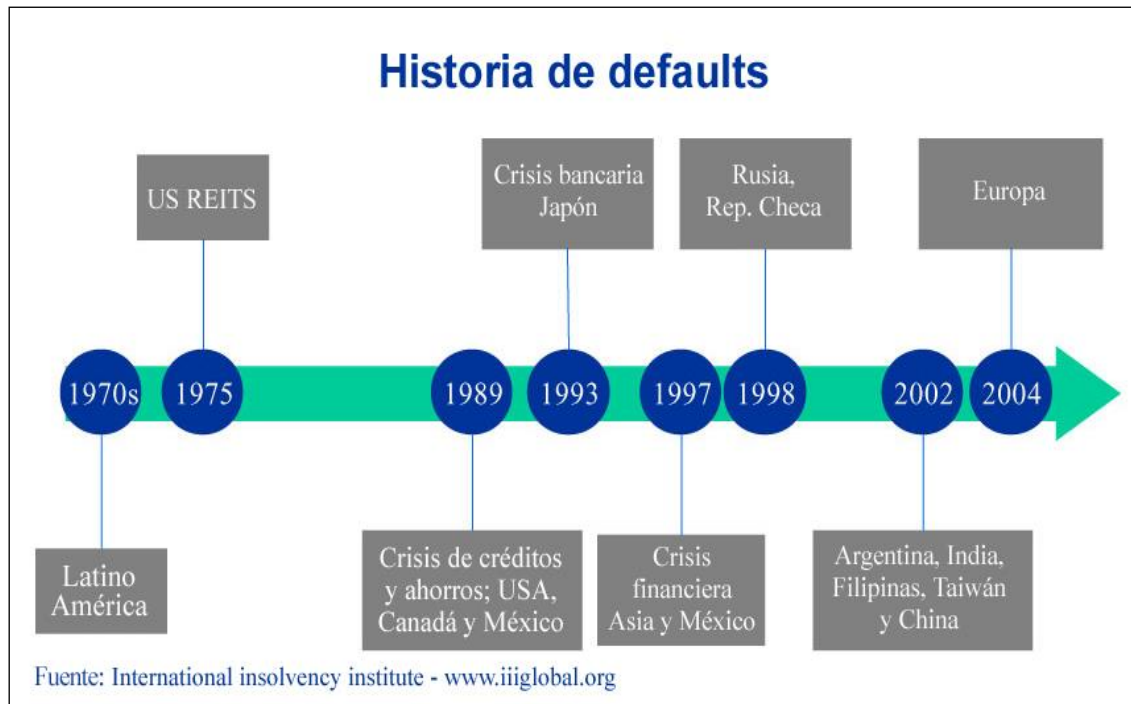
Los distintos mercados van presentando perfiles y oportunidades diversas que tienen que ver mayormente con las condiciones en las que se puede desarrollar el mercado secundario potencial de *distressed assets*.

Como se puede ver, los aspectos de volumen, regulaciones y competencia determinan los disparadores (*triggers*) para que el país esté dentro del radar de los inversores.

El caso de Polonia en este ejemplo, es un referente dado que su sistema impositivo y legal flexible presenta grandes oportunidades para los inversores extranjeros que ven bajos niveles de competencia en un mercado de *bad loans* en crecimiento.

Existen distintos factores que intervienen en el análisis de los mercados potenciales y muchos de ellos son comunes para distintas regiones, dado que tienen influencia de otros factores como la cultura, tratamiento regulatorio y el grado de presión que el sistema ejerce para el saneamiento de sus carteras. Asimismo los ciclos económicos que históricamente han identificado a los países en desarrollo es un indicador del potencial de crecimiento de los NPLs. Mostramos en la figura N°7 “Historia de defaults” una reseña histórica de los eventos de *default* en el mundo como un parámetro importante en el desarrollo de este negocio.

Figura N°7



Históricamente las crisis económicas han sido los disparadores más importantes en la reestructuración de las instituciones y de los mercados. Dado que es uno de los principales factores también existen otros que determinan el mercado objetivo de los NPLs, como:

- El grado de madures del mercado secundario de préstamos.
- Los cambios recientes en leyes de quiebra o regulaciones crediticias y de bancos centrales que impulsan el desarrollo de los distintos segmentos de créditos (Retail, Corporate, etc).
- El grado de utilización de productos financieros en la población (Préstamos personales, Tarjetas de crédito, niveles de garantías, etc).
- Los bajos niveles históricos de remates o ejecuciones en los portfolios.
- La baja competencia en los servicios de cobranzas.
- Las estrategias de recupero requieren largos periodos de gestión.
- Los incentivos impositivos al desprendimiento de la cartera.
- Las ventajas para las reestructuraciones de deuda o securitización.

Estos son algunos de los elementos que definen el mapa de oportunidades para los mercados secundarios de préstamos y debido a los constantes



cambios en dichas variables, surgen o desaparecen mercados. Los cambios en sus políticas favorecen la apertura hacia los mercados secundarios de NPLs, despertando el interés de los inversores por entrar.

Hoy las operaciones de adquisición de activos en problemas (*distressed assets*) se da tanto en países en desarrollo como en países desarrollados.

Latinoamérica no es la excepción, luego México y en menor medida Argentina, los próximos años serán de gran expansión y consolidación del mercado de NPLs en la región.

El mercado Latinoamericano de *NPLs* comenzó su desarrollo a fines del 2003. En nuestra región, Argentina ha sido el segundo mayor mercado de *NPLs* en Latinoamérica después de México. Chile a su vez abrió el mercado de *NPLs* hacia fines del 2006 con la primera operación de venta de usd 1.000 millones de cartera de *NPLs* de bancos. Brasil por su lado se espera que lance su primera operación de venta de portfolio de *NPLs* estimada por encima de usd 2.000 millones este año 2007.

Por otro lado, la visión de los inversores respecto de las próximas plazas que se presentan como posibles generadoras de operaciones de venta de *NPLs*, está definida por varios factores. Entre ellos se destacan los siguientes:

- Los bancos, otras instituciones financieras y corporaciones están experimentando las ventajas del desprendimiento temprano de sus carteras de créditos tóxicos para poder enfocarse en el desarrollo de nuevos negocios y ofrecer una mejor atención a sus clientes.
- Los portfolios presentan gran variedad de tipos de préstamos con y sin garantías y con diferentes alternativas de recupero.
- Los valores de descuento de los portfolios tiene rangos elevados que van del 88% al 98%.
- El capital invertido puede recuperarse entre 18 y 24 meses con tiempos máximos de 4 años.
- Las tasas de retorno de dicha inversión rondan el 25% al 35%.
- Economías en crecimiento con gran financiamiento al sector privado y volúmenes de préstamos nuevos en aumento.



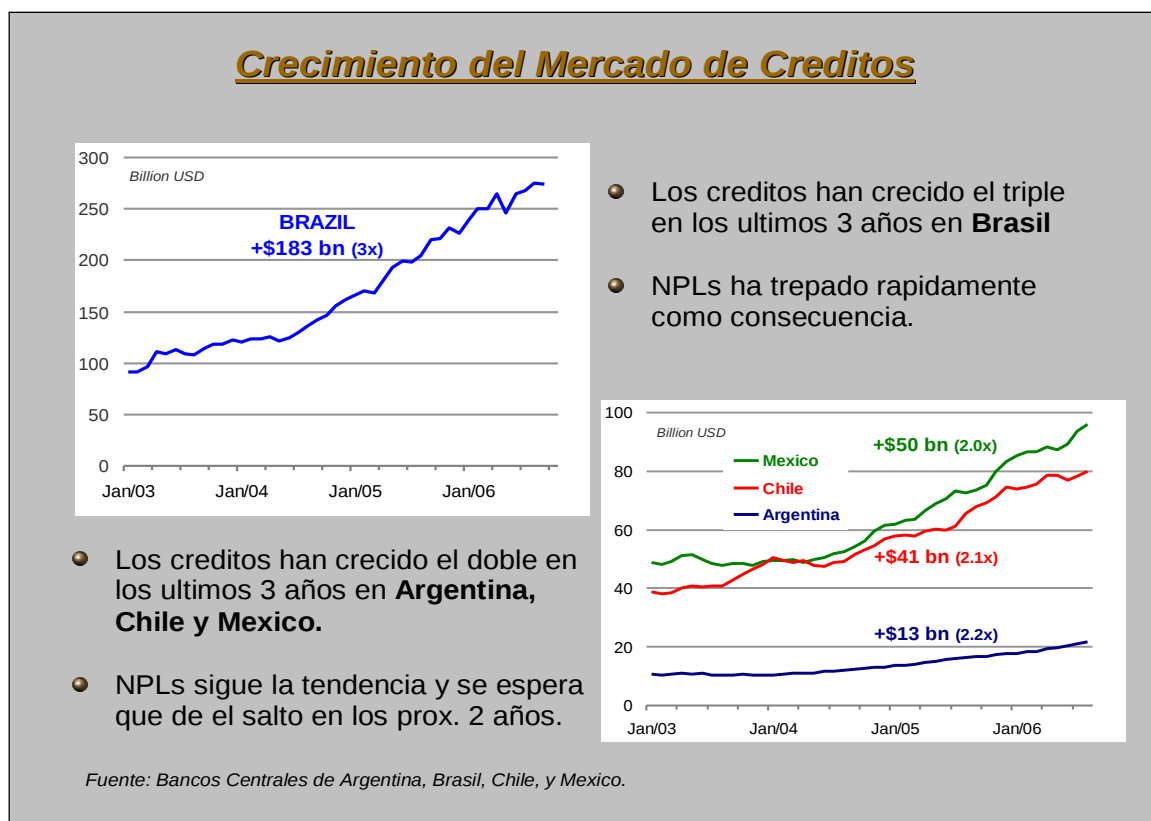
- Los rendimientos de los activos financieros tradicionales han bajado en forma sostenida en los últimos años.

El factor común de los países en desarrollo es que han experimentado ciclos de crisis en sus economías acompañadas por el default de sus deudas, incrementando de esta manera el deterioro en el poder adquisitivo de los consumidores y la base de *NPLs*.

En los procesos de recuperación de las economías también aparece el crecimiento en el volumen de los créditos que en su intento de expansión buscan alcanzar otros mercados que son menos solventes y terminan produciendo el mismo efecto de aumentar el volumen de *NPLs*.

La figura N° 8 “Crecimiento en el mercado de Créditos” refleja cómo fue la evolución del mercado de créditos al sector privado, principalmente en los mercados de mayor volumen de Latinoamérica, reforzando la teoría del crecimiento de *NPLs* en el futuro.

Figura N°8





El análisis de esta información determina el potencial de los *NPLs* en el futuro y en las distintas economías tanto desarrolladas como en desarrollo.

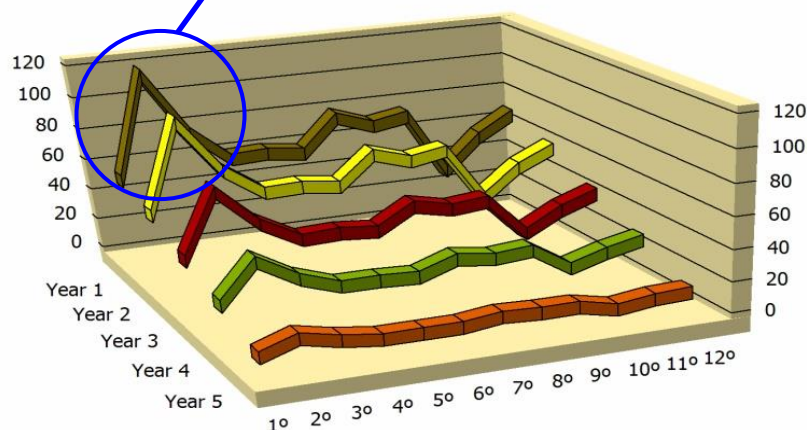
Por otro lado, las condiciones en las cuales se desarrolla el mercado de *NPLs* difieren según los continentes, por ejemplo en el continente Asiático encontramos economías con crecimiento sostenido durante varios años y con un sistema crediticio en expansión, bastante parecido a los demás continentes en desarrollo aunque con restricciones más fuertes para las instituciones que intentan reestructurar sus *portfolios* a través del *outsourcing* o tercerización y que impiden el rápido desarrollo de este mercado. El mercado Asiático aún tiene ajustes pendientes en sus legislaciones y en su apertura económica como para presentarse como un mercado atractivo en el negocio de *NPLs*.

A pesar de que las distintas regiones presentan características de desarrollo del mercado de *NPLs* diferentes captando mayor o menor atención por parte de los inversores, el mercado de compra de cartera de créditos *non-performing* está mostrando en sus primeras operaciones síntomas de crecimiento que despiertan mucho interés en todos los mercados. En la figura N° 9 “Recupero de la Inversión” vemos las estadísticas que arrojan los *deals* cerrados hasta el momento por empresas especializadas en la administración de estos *portfolios*.

Figura N°9

Recupero de la Inversión			
Capital invertido recuperado	Año 1	2	3
Deals Grandes			
Cobranzas Netas	7,91%	6,83%	4,81%
Principal repago al Inversor	57,51%	42,49%	
Deals Medios			
Principal repago al Inversor	76,23%	23,77%	

COBRANZAS POR AÑO



** Es una adaptación de la fuente: Solution Assets Recovey – Oct 2006

Las oportunidades de *NPLs* en Latinoamérica por los próximos 5 años está estimada en al menos usd 35 billones de valor nominal provenientes de los bancos principales⁴.

Estos valores dan una explicación del crecimiento de este mercado en los últimos años, dado principalmente por sus retornos y por el corto periodo de repago que presenta.

⁴ Estimación realizada por agencias de cobranzas con información de los bancos centrales de Argentina, Brasil y México sobre las operaciones realizadas y por realizar.



La información que se desprende de las primeras operaciones realizadas impulsa un movimiento cada vez más grande y más rápido en los mercados que están en busca de mayores retornos para sus inversiones.

Es por ello que las compañías que ofrecen servicios de cobranzas (*servicers*) de *NPLs* en US y Europa están reestructurando su negocio cambiando sus alianzas con agencias a alianzas con las corporaciones líderes en la compra de cartera de *NPLs*. En Latinoamérica se está siguiendo el mismo camino, donde los principales inversores buscan el *management* de su cartera.

En un contexto de altas tasas de crecimiento de créditos, tasas de *default* y porcentajes de atrasos constantes, el mercado secundario de *NPLs* tiene altas perspectivas de crecimiento en un ambiente económico saludable.

4 PLAYERS DEL MERCADO DE NPLS Y VALUE DRIVERS:

La alta liquidez mundial y los altos retornos de este mercado generaron en las ultimas transacciones que el mercado sea altamente competitivo. Los grandes inversores están siguiendo estas operaciones con interés y su participación es activa, y lo será más aún.

Las operaciones de venta de *NPLs* están en su mayoría liderada por las ventas de los Bancos, entidades de préstamos⁵ y financieras, automotrices y compañías de telefonía.

Por su lado, los inversores más activos en este mercado se dividen en:

✚ *Inversores Institucionales y grandes fondos de inversión con foco en NPLs:*

- ⇒ Merrill Lynch
- ⇒ Bank of América
- ⇒ Morgan Stanley
- ⇒ Cargill
- ⇒ UBS
- ⇒ Lehman Brothers
- ⇒ Deutsche Bank

⁵ Entidades que solo tienen la finalidad de atender clientes con bajos recursos que no califican para préstamos bancarios. Por lo general son préstamos para consumo.



⇒ Rohatyn Group

✚ Inversores especializados:

⇒ First Citi

⇒ Credigy

✚ Inversores Oportunistas:

⇒ Goldman Sachs

⇒ Credit Suisse

⇒ Marathon

⇒ Citigroup

Tradicionalmente se ha desarrollado, salvo en los inversores especializados, un modelo de negocio oportunista, es decir, no aplicado o enfocado en el desarrollo del mercado. Así, los grandes inversores, con perfil *traders*, ofertan por *portfolios* de la misma manera que lo hacen por casos individuales. Una vez adquiridos, buscan en cada mercado los *servicers* especializados, compañías de cobranzas con experiencia en el mercado y/o grandes firmas de abogados para obtener el asesoramiento acerca de la estructura legal y la auditoria posterior en algunos casos.

Los grandes inversores que comienzan a ver el mercado con mayor enfoque, optan por adquirir un *servicer* / compañía de cobranzas a la que le incorporan sus políticas y procedimientos, fortalezas y recursos.

Por otro lado, los inversores especializados son el resultado de la integración de compañías de cobranzas con inversores que poseen gran acceso al *funding* como el caso de (Credigy) y, boutiques financieras con experiencia en el mercado de las cobranzas y el recupero con inversores (First Citi Recovery).

De una u otra forma el resultado es el mismo en todo el mundo, cuando el mercado se desarrolla, los inversores activos en el mercado se suman a *servicers* especializados. Pero no abundan ejemplos en el mundo donde el modelo de negocio vaya más allá, es decir a tratar de hacer más eficiente el proceso del negocio y por ende, el negocio en sí. Esto es así por los siguientes motivos:



- Porque los inversores son *traders* que solo buscan retornos de en el corto plazo.
- Porque estos no tienen estructura de recursos, por lo tanto, no pueden tener relevancia en el management.
- Los *servicers* son especialistas en cobranzas y recupero, no en management de *portfolios*. Aquí existe una diferencia importante entre *servicing* y management.
- Porque entre el *servicing* y los inversores solo hay *reporting*, generalmente entregado por el *servicer*, que no es especialista en la administración, o un *trustee* o fideicomiso, que no maneja el negocio, solo procesa parte de la información que el *servicer* entrega. Al final, las dos alternativas son relativamente similares.

En sí mismo el modelo de negocio no cambia demasiado. Los inversores eligen los *portfolios* (*deals*) y el *servicer* los procesa, allí termina.

Un error común de estrategia es la concentración del *servicing*. En el caso de que un inversor que contrata un *servicer* para una cartera determinada, este último, cuyo modelo de negocio es el recupero o la cobranza, concentrará la mayor parte de la gestión en el recupero directo. No es su especialidad ni su foco la administración del *portfolio*, que implica el gerenciamiento y control de proveedores como estudios jurídicos o agencias. Al contrario, estos son vistos como competidores.

La utilización de este modelo de negocio donde se buscan proveedores específicos sin visión de management es un riesgo contingente desde el punto de vista legal y de productividad. La polarización de la gestión directa está mostrando fallas que, por falta de eficiencia operativa en la gestión, lleva al *portfolio* a un escenario de rentabilidad negativa en su recupero.

En el caso de un inversor focalizado, el caso es similar, dado que el *management* generalmente es el mismo que antes de la adquisición y la estrategia, experiencia y foco también.

Dado que la nueva tendencia es el foco en el management, la gestión directa no superaría el 30%, asegurando una gestión diversificada sin perder



benchmarking, supervisión y auditoría. De todas formas, en algunos casos que el inversor lo requiera, el *servicing* directo podrá ser mayor a este porcentaje.

Unos de los elementos determinantes en la estrategia planteada por los inversores en cada *deal* de compra es la elección de los *servicers* que son el eslabón más importante en el éxito de la inversión, dado que su gestión es determinante para asegurar el rendimiento de la cartera.

La realidad es que hay *servicers* locales y nacionales. Los primeros, son compañías familiares o pequeños estudios de abogados que no son capaces de procesar un *portfolio* de *NPLs*. Solo en Brasil se encuentran *servicers* locales-regionales, que son compañías de cobranzas especializadas en un región determinada. Pero en este caso hay un problema adicional. Si bien son especialistas en determinada región, también lo son en algún producto específico. Por ejemplo, el *servicer* de la región Sur de Brasil, será especialista en tarjetas de créditos, préstamos personales y/o préstamos al consumo, y a su vez esta compañía especialista en EPD (Early Payment Default) o mora temprana, no lo será en mora tardía.

Si el *portfolio* tiene créditos hipotecarios, de automotores o corporativos, el inversor tiene un problema a resolver. Si esto es así, y generalmente las carteras de *NPLs* se componen de varios productos, entonces el inversor deberá procurar un segundo *servicer* que se especialice en los otros productos. Más adelante, en los modelos de valuación veremos ejemplos gráficos de las distintas alternativas en la composición de un *portfolio* y el análisis comparativo que define la estrategia de compra.

Generalmente las carteras de préstamos, que son ofrecidos por parte de las entidades financieras en su mayoría, se componen de diversos productos que tienen plazos, garantías y destinos diferentes y por ende requieren de un análisis de valuación que se ajuste a las características de cada uno. Esto es así debido a que cada producto tiene un periodo de recupero distinto que obviamente termina impactando en el precio final que pague el inversor por dicho *portfolio*.



En regiones muy extensas y con gran potencial como Brasil, los *servicers* tienen especializaciones muy definidas, y no están dispuestos ni tienen necesidad de diversificar.

En el resto de los países, lo que los inversores llaman *servicer local* en realidad es un *servicer nacional*.

En el caso de Argentina por ejemplo, si bien el *servicer* puede ser nacional y el inversor suponer que cuenta con un *servicer* local con conocimiento en ese mercado, la realidad indica que el *servicer* puede conocer al detalle el mercado de Buenos Aires, pero este, en relación al mercado de Tucumán, Santiago del Estero, Neuquén o Mendoza, son tan diferentes como otro país. Las leyes son distintas y el comportamiento del deudor es distinto.

Lo que hace eficiente a un *servicer* es conocer cómo recuperar activos en distintos mercados, saber adaptarse al momento y al lugar, pero teniendo siempre procesos claros y eficientes, respondiendo a las mejores prácticas internacionales, siempre adaptados al medio local.

Así, bancos internacionales como Santander aplican sus políticas de recupero definidas en España en todo Latinoamérica, Argentina, Brasil, Chile y otros, y Bancos Americanos como Citigroup o Bank of América aplican sus políticas de recupero y envían sus managers desde USA a los distintos países a gerenciar el recupero.

En conclusión, la idea tradicional del *servicer* local es un tema difuso dado que existen compañías que han prestado servicio en diferentes regiones y han sorteado con éxito procesos complejos de recupero en escenarios de crisis como el de Argentina 2002 y han asistido a clientes con políticas de recupero regionales aplicables a varios países de la región como Brasil, Argentina, Uruguay, Chile, Paraguay, Colombia y Bolivia.

Con el crecimiento del mercado de *NPLs* la tendencia indica una mayor especialización por parte de los *servicers* y también de los inversores que en definitiva terminan eligiendo una estructura más integral que contemple no solo el manejo de la cobranza sino también la relación con el resto de los proveedores que le agregan valor a estas operaciones y aseguran un



rendimiento que está basado principalmente en el *expertise* y capacidad de management de los *servicers*.

5 KSF'S EN EL NEGOCIO DE CRÉDITOS TÓXICOS:

En este marco de especialización que va requiriendo el mercado de *NPLs* de la mano de los inversores, los principales *players* interesados en la consolidación del negocio de *NPLs*, han elaborado herramientas que hacen a la eficiencia de la administración de estos *portfolios* y que disparan o aseguran el rendimiento de los mismos. El desarrollo de estas herramientas de gestión les otorga a las alianzas una posición de liderazgo dentro del mercado. Algunas especialidades que han determinado el éxito en la gestión de carteras son:

- Management de los *portfolios* en manos de estudios y agencias.
- Desarrollo de estrategias integrales y/o generales entre los inversores y el *management* desde el comienzo del *deal*.
- Management de casos corporativos.
- Reestructuraciones o refinanciaciones especiales.
- Reestructuración de deudas corporativas con inyección de capital.
- Venta Temprana (*Early disposals*) de *portfolios* de segmentos específicos.

Este modelo asegura la unión de todas las etapas del proceso de originación, valuación, compra, administración y recupero de *portfolios* de *NPLs*.

El modelo que se pretende desarrollar se asimila a la figura del inversor focalizado que adquiere o se fusiona con un *servicer*. Resulta un modelo de negocio más eficiente porque concentra todas las etapas del proceso de negocio y sobretodo, tiene como parte fundamental aquello que tanto inversores institucionales como focalizados no poseen, el management aplicado a activos en problemas de una compañía especializada en gestión de activos. Esto termina siendo la herramienta esencial en el tratamiento de *NPLs*. Actualmente las compañías que han marcado una tendencia en el modelo de negocio por el éxito mostrado en el manejo de deudas y por ende con mayor



presencia en las grandes operaciones de compra-venta (*big deals*) que han surgido, fueron aquellas que han logrado desarrollar un modelo que produce una gran sinergia con los inversores, que en definitiva proponen la sustentación del negocio a través de mejores precios pagados y mayores rendimientos asegurados.

Dentro de los factores claves de éxito que muestran estas compañías se destacan las siguientes:

❖ Recursos, estructuración, due diligence y valuación:

- Manejo de documentación crediticia, análisis de archivos y garantías.
- Fuertes habilidades en análisis y determinación de precios de *portfolios*.
- Manejo profundo de base de datos para detectar operaciones precisas de oferta de *portfolios*.
- Capacidad de ejecución de una amplia gama de productos crediticios.

❖ Legal e impositivo:

- Conocimiento y manejo de leyes locales y regionales.
- Estrategia de defensa en litigios legales.
- Procedimientos y soporte legal a agencias locales de cobranzas.
- Trabajo conjunto de especialización con estudios legales locales.
- Auditoria en las cortes.

❖ Cobranza y Recuperación de créditos:

- Project Plan para estudios legales y agencias locales.
- Mejoramiento continuo en la performance de estudios y agencias.
- Análisis en la performance de la cobranza respecto de la cartera asignada.
- Procedimientos de cobranzas para agencias locales y regionales.
- Procedimientos de ejecuciones de garantías, remates y venta.
- Certificación de calidad para agencias y estudios legales locales.
- Sistemas informáticos centralizados para el monitoreo de la cartera en las agencias locales designadas.
- Alternativas de cambio ante el bajo desempeño de las agencias.



❖ Información y Reportes:

- Reportes centralizados y M.I.S.
- Periodicidad variable de reportes.
- Evaluación y reporte de productividad individual de los recursos de las agencias.
- Información de flujos recuperados por segmentos.
- Auditorias de administración de procesos de cobranzas en agencias.

El negocio de NPLs se fue consolidando a través del rendimiento (*performance*) demostrado en cada uno de los acuerdos por los equipos de trabajo que participaban en las licitaciones de *portfolios*, y a su vez estos generaban un *benchmarking* hacia el resto de los mercados que veían y adoptaban las estrategias y mejores prácticas para la optimización de la inversión.

Esta curva de aprendizaje ha llevado a los inversores a ser más exigentes con la elección de sus *servicers* debido a que fueron desarrollando modelos y estructuras más eficientes para atender los futuros *deals*. Dentro de las innovaciones que se fueron gestando para el mejoramiento del negocio se encuentra el diseño de estructuras que también contemplen un manejo eficiente del dinero.

A raíz de ello se comienzan a desarrollar estructuras que permitan:

1. Mejorar el retorno sobre el capital invertido a través de una estructura con apalancamiento, comparado con la tradicional inversión directa.
2. Liberar las restricciones de productos y países a través de una estructura de financiamiento alternativa.
3. Rápida transferencia de fondos recuperados generando un ingreso inmediato para el inversor.
4. Eficientizar el manejo impositivo y regulatorio de cada región a través de la correcta ubicación del vehículo legal.
5. Manejo flexible de fondos para reestructurar deudas corporativas a través de la posibilidad de elegir distintas fuentes de financiamiento.
6. Participación activa de los inversores dentro de la estructura del vehículo legal como parte del financiamiento.



Dicho proceso de formulación de estructuras nuevas que ha tenido lugar en el mercado de adquisiciones de *NPLs*, ha consolidado un modelo de estructura de *management* que ha sido la más eficiente hasta el momento y el resultado de procesos innovadores en campos como el legal, impositivo, financiero y político.

5.1 Estructuras Eficientes:

El desarrollo y expansión del negocio de *NPLs* obligó al análisis de estructuras alternativas más sofisticadas que funcionen como vehículo legal para la administración del negocio de *NPLs*, y que aporten gran flexibilidad al negocio permitiendo participar en distintas regiones, ajustándose al marco regulatorio e impositivo de cada una de ellas y también ser más competitivos en su estructura de costos.

Esta necesidad, surgida a raíz de la especialización que abarca a todo el negocio del tratamiento de los *NPLs*, ha dado origen a la figura del Fideicomisos⁶ como herramienta integral para la consolidación de un negocio en crecimiento. En la figura N° 10 “Estructura” mostramos un ejemplo de un esquema que contempla el funcionamiento de este vehículo y el flujo con los demás integrantes de la cadena.

⁶ *Fideicomisos*: Figura jurídica a través del cual los activos de una empresa o persona (inversor) se pueden retener para ser distribuidos a sus beneficiarios en una fecha posterior.

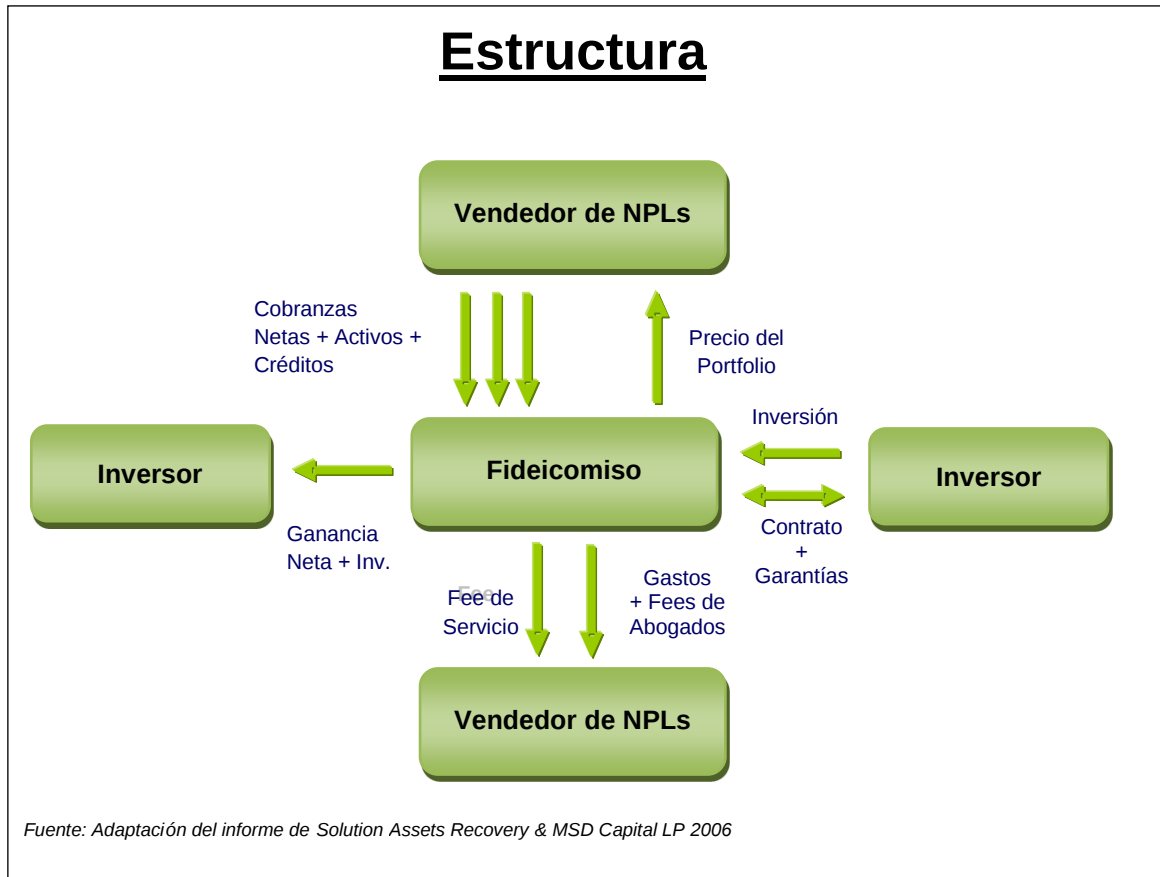
Fiduciante: Titular de los bienes que se transmiten y quien designa al fiduciario, beneficiario y destinatario final de los bienes.

Fiduciario: Es el titular de los bienes que conforman el patrimonio de afectación durante la vigencia del fideicomiso. Su función es ejercer la propiedad fiduciaria de los bienes fideicomitidos en beneficio de quienes se designe y transmitirlos, al final del fideicomiso, al fideicomisario.

Beneficiario: Es quien va a recibir la utilidad del fideicomiso mientras dura.

Fideicomisario o destinatario final: Es la persona a quien deben entregarse los bienes cuando finalice el plazo del fideicomiso o se verifique la condición. Puede ser el beneficiario o el fiduciante.

Figura N°10



La figura jurídica del fideicomiso contempla la transferencia de bienes de una persona (inversor) hacia otra (sociedad gerente) para que esta cumpla con el fin específico al que dichos bienes quedan sujetos y para que al final del plazo los entregue al inversor o a un tercero. Es importante aclarar que lo que se transfiere no es la propiedad de los bienes sino la encomienda a la que dichos bienes están sujetos, es decir, la propiedad fiduciaria.

El beneficiario del fideicomiso, en este caso el inversor, le corresponde los frutos del fideicomiso, por lo tanto los acreedores del fideicomiso pueden ejercer acciones sobre las utilidades del fideicomiso que le correspondan. En el mercado de *NPLs* vemos por un lado al vendedor de la cartera de activos y por el otro al inversor, siendo el fideicomiso el encargado de administrar los bienes desde la compra hasta efectiva distribución de ganancias generadas por los mismos.



La figura del fideicomiso se ha establecido como el vehículo más conveniente para las operaciones de compra de cartera debido a factores que han ido surgiendo con el desarrollo de los mercados financieros y de las necesidades de adaptación a contextos regulatorios cambiantes. Algunos de los beneficios que otorga esta estructura son:

- ✓ Mejoramiento en el ratio de ejecuciones y en la eficiencia de todo el proceso de cobranza.
- ✓ Significante eficiencia en costos. Los costos hundidos son soportados por el vehículo legal.
- ✓ Figura del management como estrategia única.
- ✓ Recapitalización con deuda o *equity*:
- ✓ Disponibilidad de efectivo inmediata.
- ✓ Mejora de los retornos esperados a través de un mayor poder de compra.
- ✓ Disposición Temprana / *Securitization*:
 - Aporta flexibilidad para definir el *portfolio* y acelera la disponibilidad de efectivo mejorando el perfil riesgo-retorno.
 - Menor restricción en los límites de inversión y capacidad en las distintas regiones.
- ✓ Menores requerimientos legales.
- ✓ Potencial para IPO (*initial public offering*) como herramienta para mejorar la eficiencia impositiva y peso financiero.

Estos factores han impulsado y perfilado a la figura descrita anteriormente hacia la estructura más eficiente para el manejo del mercado secundario de *NPLs*, ponderando los aspectos más productivos y minimizando los riesgos subyacentes que provienen de las otras variables.

5.2 Modelos de Valuación:

En el proceso de compra de cartera de *NPLs* se encuentra por un lado, la oferta del *portfolio* por parte de la entidad vendedora y por otro lado, el inversor interesado en la adquisición del conjunto de activos. Una vez definida la intención de venta, se abre un proceso de oferta publica en



el cual los inversores realizan el análisis del portfolio para determinar el valor del mismo y por ende el precio a pagar por él. El proceso de valuación generalmente lo lleva adelante el *servicer* elegido por el inversor y consiste en determinar el *fair value* o valor que representa la mejor oferta que puede realizar el inversor de acuerdo a su análisis.

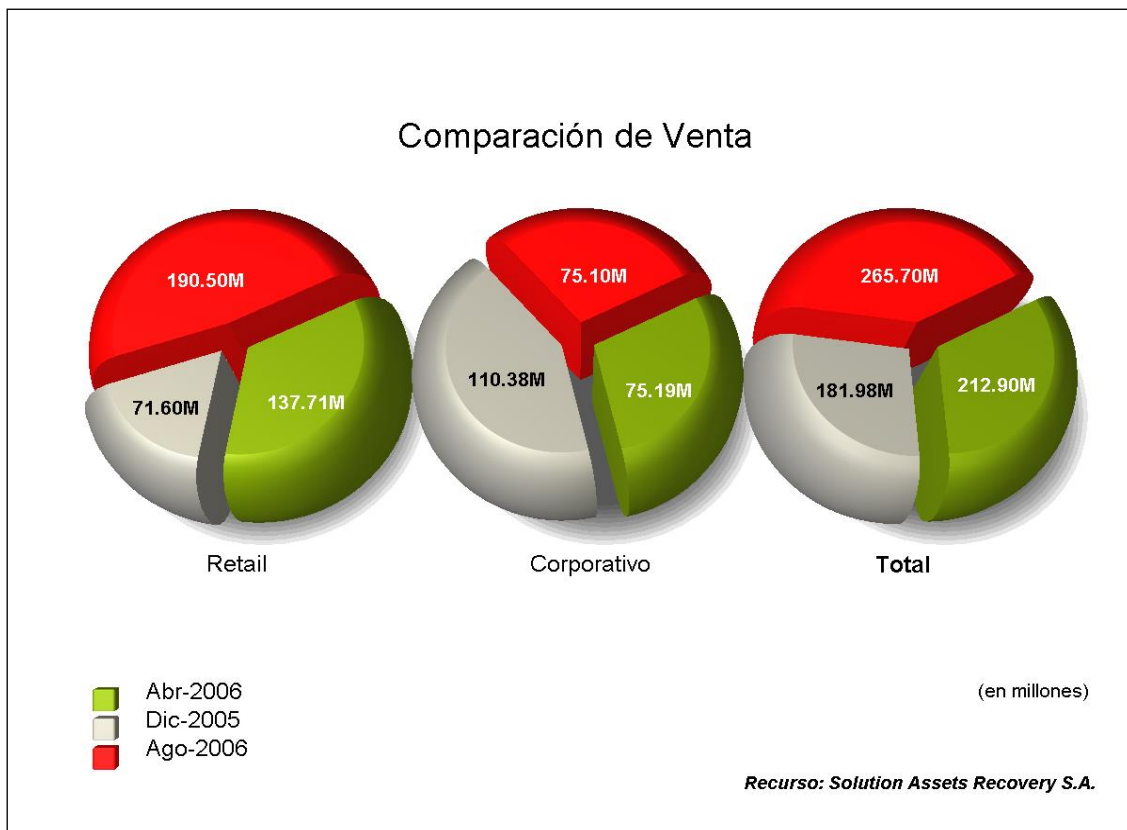
El estudio incluye un *due diligence* para llegar a la conclusión de la cantidad y la calidad de la cartera en cuestión. Entre las variables que intervienen en dicho estudio se encuentran las siguientes:

- ✓ Análisis del mercado actual de *portfolios* de *NPLS* y su tasa de performance de recupero tanto legal como no-legal.
- ✓ Un análisis de los créditos (categoría, monto, plazo, mora, garantías, historial, etc.).
- ✓ Una evaluación de sensibilidad de los valores (distintos escenarios posibles para la recuperación de los mismos).
- ✓ Rango de valuación (establece el marco en el cual se hará el análisis, respecto a qué tipo de activos y por qué valor).
- ✓ Términos y condiciones legales impuestas por la entidad vendedora y análisis de la base impositiva aplicable.
- ✓ Extrapolar el valor de la muestra a todo el portfolio a través de un modelo de valuación (Anexo).

Del mismo modo se hace una comparación entre los distintos portfolios vendidos por la entidad generadora, si existieran. De allí surgirá también la calidad de los portfolios que actualmente maneja la entidad, el grado de concentración en los distintos segmentos y la relación que existe entre los créditos otorgados a cada sector y su crecimiento dentro de la economía, determinando con esto, el nivel de recupero esperado. En la figura N° 11 “Comparación de Venta” se muestra un ejemplo del ejercicio comparativo que se realiza en el proceso de valuación.



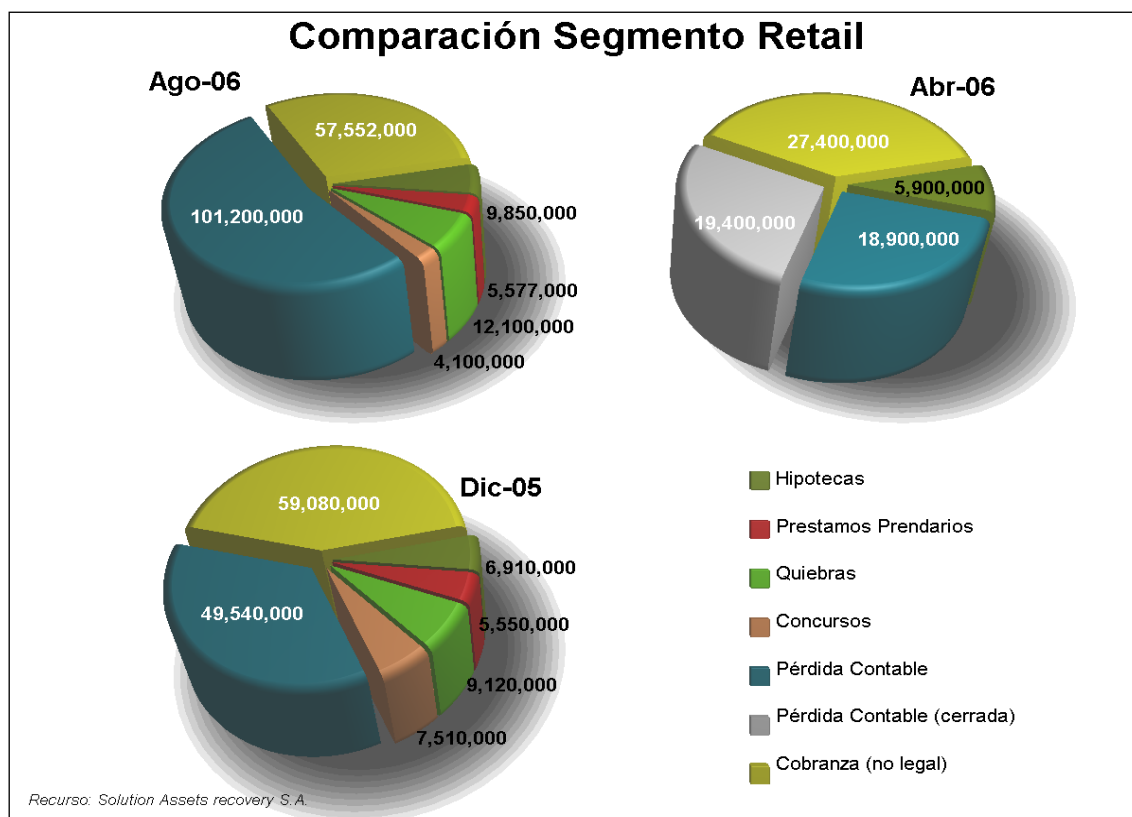
Figura N°11



De la misma forma también se realiza una apertura de los segmentos que concentran los distintos tipos de créditos dentro de la cartera, con el objetivo de evaluar las características de recupero de cada uno y los efectos que tendrá en la rentabilidad su proceso de recuperación. Esta comparación se muestra en la figura N° 12 “Comparación del Segmento *Retail*”:



Figura N°12



Los criterios de valuación utilizados generalmente se realizan por cada segmento de créditos (retail, corporales, etc.), dentro de los cuales se analizan la industria en la cual se desarrolla, el marco legal, tiempos de recupero y las garantías que soportan a cada crédito.

Las distintas matrices de valuación incluyen todos los aspectos referidos a la vida de un portfolio, desde los ingresos brutos percibidos por la cobranza inicial hasta los costos implícitos, comisiones e impacto de los impuestos en las distintas fases del proceso (Ver Anexo).

Los modelos deben contemplar todas las características de la cartera, el mercado en el cual deben recuperarse y el marco regulatorio e impositivo, que terminaran definiendo el plazo promedio para el repago de cada activo adquirido. De allí se desprende el valor actual que tendrá el *portfolio* y por el cual el inversor estará dispuesto a adquirirlo, teniendo en cuenta el periodo de repago de su inversión.



Nuevamente, los modelos aportan gran claridad y son una herramienta fundamental para cuantificar el negocio, aunque deba adaptarse para cada caso en particular.

6 CONCLUSIONES:

El mercado de créditos ha sido y será el gran motor de cualquier economía desarrollada o en desarrollo, generando productos y servicios nuevos a medida que evoluciona.

El análisis que hemos realizado nos lleva a un mercado de *NPLs* que está naciendo con fuerza en todo el mundo y que, con las variables que hemos contemplado tiene grandes perspectivas de crecimiento en el futuro, perfilándose como una alternativa de inversión muy fuerte para los inversores y una herramienta de financiamiento y saneamiento para las entidades tenedoras muy importantes.

El desarrollo y la evolución de este mercado secundario de *NPLs* dependen de muchas variables como hemos visto y, en el futuro deberá seguir evolucionando junto con el mercado financiero para seguir generando oportunidades de nuevos créditos y dejando en el camino entidades más balanceadas. Igualmente la evolución de las economías y el perfeccionamiento de políticas de manejo de riesgos, hacen que las entidades tiendan a minimizar los volúmenes de *NPLs* que liberan al mercado. No obstante no debemos olvidar que la mayoría de las entidades ha encontrado en esta práctica un elemento muy importante de reducción de costos ya que, como hemos dicho, el origen y el fin de las entidades financieras es hacer circular el dinero para que termine en las manos de los consumidores, donde generan sus retornos. Administrar *portfolios* de *NPLs* claramente no les está generando ni les generará en el futuro los retornos esperados por la actividad.

Las operaciones secundarias de *NPLs* han encontrado un mercado cada vez más amplio e interesado en los altos retornos que se desprenden de la gestión de cobranzas y del *management* de los *portfolios* en comparación con los activos financieros tradicionales que, globalmente muestran una desaceleración en sus rendimientos. Debido a esto, y existiendo la alternativa



por parte de las entidades de desprenderse de sus activos tóxicos y dejar la administración de los mismos a equipos especializados, asegura un rendimiento que supera en plazo y monto a las otras alternativas de mercado que contemplan riesgos similares.

Esto hace pensar que el desarrollo de mercados secundarios de *NPLs* seguirá creciendo por dos razones, por el interés y necesidad de bancos y entidades por continuar con el proceso de circulación del dinero, brindando servicios a sus clientes y por el apetito de los inversores por mayores rendimientos en los activos financieros. En definitiva, si bien existen otros factores que pueden afectar la continuidad de este negocio, las dos fuerzas principales que definen un mercado hoy se encuentran perfectamente alineadas para que esto ocurra. Los bancos, quienes representan los principales generadores de *portfolios* de *NPLs*, y los inversores, que van aumentando su grado de sofisticación y expectativas de retornos con la evolución de las economías.

Si bien, históricamente los efectos soberanos han sido determinantes para el mercado de créditos, también existen marcos regulatorios cambiantes que tienden a equilibrar los mercados financieros para poder proyectar economías más saludables.



7 ANEXO

Precio	TIR
4,85%	26,1%
Cobranzas iniciales	300.000 Neto
Haircut	0,0%
Tasa de corte	8%
Cobranzas brutas	25.097.585
Inversion Base	(10.035.440)
Impuestos y Asesoramiento	(1.421.293)
Egresos Operativos	(4.517.565)
Success Fee	-
Total	9.123.287

91% Retorno Esperado

Egresos Preliminares

Fase I	Egresos	31-may-07	IVA	Total	Egresos por Valuacion	
	Proceso de invitacion					
	Costos de Due Diligence	141.515		141.515	141.515	
	Abogados	-	-	-	-	
	Impuestos	-	-	-	-	
	Other	-	-	-	-	
	Total	141.515	-	141.515	141.515	
Fase II	Egresos	31-may-07	IVA	Total	Egresos por Valuacion	
	En caso de resultar ganador					
	Negociacion y Estructuracion	119.133		119.133	119.133	
	Asesoramiento Legal	-	-	-	-	
	Impuesos	-	-	-	-	
	Other	-	-	-	-	
	Total	119.133	-	119.133	119.133	
Ejec. de Venta	Egresos	31-may-07	IVA	Total	Gastos por Valuacion	Egresos de inicio
	Closing y firma de contrato					
	Egresos por Valuacion	260.648		260.648	260.648	260.648
	Aborgados	62.000	13.020	75.020	75.020	75.020
	Notificaciones y Certificaciones	25.000		25.000	25.000	25.000
	Comisiones	-	-	-	-	-
	Administrador/Fideicomiso	15.500	3.255	18.755	18.755	18.755
	Transferencias de activos	62.000	13.020	75.020	75.020	75.020
	Total	425.148	29.295	454.443	454.443	454.443



MODELO DE VALUACION

CASH FLOW de RECUPERO

Recuperacion Bruta %	31-may-07	30-jun-07	30-sep-07	31-dic-07	31-mar-08	30-jun-08	30-sep-08	31-dic-08	31-mar-09	30-jun-09	30-sep-09	31-dic-09	31-mar-10	30-jun-10	30-sep-10	31-dic-10	Total
Sin Garantia	83.684.586	0,0%	0,1%	0,4%	0,9%	1,6%	2,3%	2,8%	2,9%	2,6%	2,0%	1,2%	0,6%	0,1%	0,0%	0,0%	17,5%
Sin Garantia legal c/sentencia firme	17.585.064	0,0%	0,1%	0,3%	0,8%	1,6%	1,8%	1,6%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,0%
Sin Garantia legal	75.049.431	0,0%	0,1%	0,4%	1,0%	2,2%	2,4%	2,2%	0,9%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,2%
Hipoteca	2.147.447	0,0%	0,6%	2,0%	4,2%	7,3%	10,4%	12,8%	13,4%	12,0%	9,2%	5,7%	2,6%	0,6%	0,0%	0,0%	80,8%
Prenda	3.062.587	0,0%	0,1%	0,4%	0,9%	1,6%	2,3%	2,8%	3,0%	2,7%	2,0%	1,3%	0,6%	0,1%	0,0%	0,0%	17,9%
Reestructuracion Legal	6.767.634	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%
Quiebra	9.249.577	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Corporativo	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total Nominal	197.546.327	0,0%	0,1%	0,4%	0,9%	1,7%	2,2%	2,3%	1,8%	1,3%	1,0%	0,6%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	12,7%

Recuperacion Bruta en AR\$	31-may-07	30-jun-07	30-sep-07	31-dic-07	31-mar-08	30-jun-08	30-sep-08	31-dic-08	31-mar-09	30-jun-09	30-sep-09	31-dic-09	31-mar-10	30-jun-10	30-sep-10	31-dic-10	Total
Sin Garantia	83.684.586	-	102.714	366.835	763.016	1.320.605	1.892.867	2.318.395	2.435.782	2.186.334	1.672.766	1.027.137	469.548	117.387	-	-	14.673.385
Sin Garantia legal c/sentencia firme	17.585.064	-	14.679	53.824	133.336	287.469	319.274	287.469	118.657	8.563	-	-	-	-	-	-	1.223.271
Sin Garantia legal	75.049.431	-	82.430	302.245	748.743	1.614.263	1.792.863	1.614.263	666.313	48.084	-	-	-	-	-	-	6.869.205
Hipoteca	2.147.447	-	12.147	43.383	90.237	156.179	223.857	274.182	288.064	258.564	197.827	121.473	55.530	13.883	-	-	1.735.328
Prenda	3.062.587	-	3.841	13.718	28.533	49.384	70.784	86.697	91.087	81.759	62.554	38.410	17.559	4.390	-	-	548.716
Reestructuracion Legal	6.767.634	-	334	1.192	2.479	4.291	6.151	7.534	7.915	7.104	5.436	3.338	1.526	381	-	-	47.681
Quiebra	9.249.577	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporativo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Total Nominal	197.546.327	-	216.145	781.197	1.766.346	3.432.192	4.305.795	4.588.539	3.607.818	2.590.409	1.938.582	1.190.358	544.163	136.041	-	-	25.097.585
----------------------	--------------------	----------	----------------	----------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	----------------	----------------	----------	----------	-------------------

Recuperacion Neta	31-may-07	30-jun-07	30-sep-07	31-dic-07	31-mar-08	30-jun-08	30-sep-08	31-dic-08	31-mar-09	30-jun-09	30-sep-09	31-dic-09	31-mar-10	30-jun-10	30-sep-10	31-dic-10	Total
Sin Garantia	-	-	84.225	300.804	625.673	1.082.896	1.552.151	1.901.084	1.997.341	1.792.794	1.371.668	842.252	385.030	96.257	-	-	12.032.176
Sin Garantia legal c/sentencia firme	-	-	12.037	44.136	109.336	235.724	261.804	235.724	97.299	7.022	-	-	-	-	-	-	1.003.082
Sin Garantia legal	-	-	67.593	247.841	613.970	1.323.696	1.470.147	1.323.696	546.377	39.429	-	-	-	-	-	-	5.632.748
Hipoteca	-	-	9.961	35.574	73.994	128.067	183.563	224.829	236.213	212.022	162.218	99.608	45.535	11.384	-	-	1.422.969
Prenda	-	-	3.150	11.249	23.397	40.495	58.043	71.092	74.691	67.042	51.294	31.496	14.398	3.600	-	-	449.947
Reestructuracion Legal	-	-	274	977	2.033	3.519	5.044	6.178	6.490	5.826	4.457	2.737	1.251	313	-	-	39.098
Quiebra	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporativo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	-	-	177.239	640.581	1.448.403	2.814.397	3.530.752	3.762.602	2.958.411	2.124.135	1.589.638	976.093	446.214	111.554	-	-	20.580.020

Egresos Operativos Indirectos	31-may-07	30-jun-07	30-sep-07	31-dic-07	31-mar-08	30-jun-08	30-sep-08	31-dic-08	31-mar-09	30-jun-09	30-sep-09	31-dic-09	31-mar-10	30-jun-10	30-sep-10	31-dic-10	Total
Vehiculo Legal	-	-	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	22.500	315.000
Asesor impositivo del Vehiculo	-	-	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	42.000
Asesor Legal del Vehiculo	-	-	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	63.000
Impuestos s/Ingresos Brutos (IIBB)	-	-	6.917	24.998	56.523	109.830	137.785	146.833	115.450	82.893	62.035	38.091	17.413	4.353	-	-	803.123
Impuesto Legal	-	-	15.000	-	68.500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	83.500
Notificaciones	-	-	-	50.000	30.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	80.000
Inscripciones de Garantias	-	-	-	34.670	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	34.670
Total General	-	-	125.323	500.913	1.263.380	2.674.567	3.362.967	3.585.769	2.812.961	2.011.242	1.497.603	908.002	398.801	77.200	(30.000)	(30.000)	19.158.727

Recupero Neto / Año	626.236	10.886.683	7.229.808	416.001
----------------------------	----------------	-------------------	------------------	----------------

	31-may-07	31-dic-07	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	Total
Impuestos - Totales		695.698	1.353.982	1.058.059	145.600	3.253.340
Net Recovery		(69.462)	9.532.701	6.171.748	270.401	15.905.387

Recupero del Capital Invertido	31-may-07	31-dic-07	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	Total
Recupero Neto		(69.462)	9.532.701	6.171.748	270.401	
Inversion a Repagar		10.035.440	10.104.902	572.202	-	
Pagos al Inversor		(69.462)	9.532.701	572.202	-	
Exceso de Recupero		-	-	5.599.546	270.401	



8 BIBLIOGRAFÍA:

1. *"Foreign investors welcome"*, **The Economist**, 12/10/2005, Vol. 377.
Distressed Assets in India
2. *"Dangerous Markets: Managing in Financial Crisis"* - **World Economic Forum**, 2003 Annual Meeting of the World Economic Forum - Davos, Switzerland
3. *The Sandstone Group & Solution Assets Recovery Group – Presentation to property equity investors*, Noviembre 2006.
4. **TGS Solution**, *Presentation of NPLs market*, Febrero 2007.
5. *"NPL Background Info Latin America"* – Carlos Agudelo, **MSD Capital LP** – Mayo 2006.
6. *"An Emergent Industry"* – **Solution Assets Recovery SA**, Noviembre 2006.
7. *"Structured Finance, Servicer Evaluation"* – **Ocwen Federal Bank FSB** – Febrero 2002.
8. *"Good Money from bad debt"* - Michele Carmele, Maurizio Donato, Andrea Mignanelli. - Rome Office of **McKinsey & Company Inc.**
"International Distressed Investing" - International Insolvency Institute, Fourth Annual International Insolvency Conference – Junio 2004.