

FINANZAS ESTRUCTURADAS: SECURITIZACION DE CARTERAS DE CREDITOS

José Luis Parenti

Adrián S. Tarallo

Universidad Nacional de Rosario

Para comentarios: finanzas@argental.com.ar
adrian@tarallo.com.ar

Introducción: Concepto y origen

El mercado de capitales otorga al originador de créditos, a través de mecanismos financieros, transformar activos (reales o financieros) con cierto grado de iliquidez en activos financieros líquidos, logrando paralelamente ‘descargar’ en el mismo mercado el riesgo y ‘ampliar’ el apalancamiento crediticio.

Este mecanismo se instrumenta a través de lo que se conoce como securitización. El concepto securitización se podría definir como un instrumento financiero que logra mutar, por intermedio de un vehículo legal, carteras de créditos relativamente ilíquidas y homogéneas en valores negociables, mediante la estructuración, emisión y colocación de títulos valores en el mercado de capitales, respaldados por flujo de fondos que generan los activos originarios. Es decir se transfieren a un patrimonio separado, formando un ropaje jurídico diferente, a través del cual se consiguen fondos mediante la emisión de dichos títulos valores que se colocan entre los inversores y dan derecho de deuda o participación sobre los flujos de esos activos, estando el pago respaldado por los mismos.

Su desarrollo en Argentina comenzó en 1995, luego de la sanción de leyes orientadas a profundizar el mercado de capitales, entre ellas la implementación del fideicomiso para ser utilizado como vehículo de la operatoria. De esta manera quedaron atrás viejas discusiones doctrinarias vinculadas al tratamiento de este instrumento como contrato innominado.

A nivel mundial, la securitización se inicia en los años 70, como consecuencia de las altas tasas de interés, siendo Estados Unidos el país que más la ha usado y desarrollado. Con el transcurso del tiempo y el desarrollo de la globalización, la securitización, impulsó el crecimiento del mercado de capitales al transformarse en una alternativa más barata para acceder a fuentes de financiamiento.

Otra denominación que se emplea para este mecanismo es la ‘titulización de activos crediticios’, siendo un valioso instrumento para obtener recursos financieros para los bancos comerciales y demás industrias. En los bancos, cumple un rol indispensable para resolver el típico descalce de plazos entre operaciones activas y pasivas, y para diversificar el riesgo mediante el mercado de capitales. También es notorio el impulso que otorga a los créditos destinados al consumo,

siendo las casas de electrodomésticos el ejemplo más notable. Se podría decir que esta forma de estructurar los créditos, tiene una importancia en la estrategia comercial, más allá del rol financiero ya que logra adecuar la estructura del vehículo a las necesidades en materia de política de ventas.

Siguiendo su difusión masiva a nivel mundial, se está generando un cambio muy profundo en el funcionamiento de los bancos comerciales locales, donde los ahorros a mediano o largo plazo provenientes del mercado de capitales van a calzar con los deudores de esos plazos (por ejemplo al demandante de créditos prendarios e hipotecarios) evitando pasar por el circuito de intermediación bancaria tradicional, que entre otras cosas encarece el costo de dichos tipos de créditos. Esta alternativa de financiamiento viene a modificar sustancialmente el sistema tradicional de financiación en el que las entidades financieras intermediaban en la oferta y demanda de dinero, profundizándose la tendencia actual a la desintermediación, ya que la securitización pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero. En este mercado, el banco media pero no asume el riesgo crediticio ya que la contingencia queda en cabeza del tenedor final del título.

Por último, esta estructura si bien comparte el mismo objetivo que las Obligaciones Negociables (ONs o Bonos), se diferencia de ellas ya que en las ONs la garantía de repago viene dada por el riesgo contraparte del emisor, según su solvencia económica-financiera y no en el activo que ha de servir de respaldo a la emisión, como ocurre en cambio, con la securitización. Otra gran diferencia entre estos dos Instrumentos Financieros es que las ONs son deuda corporativa que figura en los estados contables del emisor, mientras que la securitización de activos existentes permite segregar los mismos de los estados contables del fiduciante, transformando activos ilíquidos en líquidos, logrando que el financiamiento recibido sea off-balance sheet.

Activos objeto de securitización. Características. Criterios de elegibilidad

Las carteras de crédito más usuales para securitizar son: créditos prendarios, hipotecarios, pagarés, facturas, cheques de pago diferido, flujos de fondos a generarse según contratos, cupones de tarjetas de crédito, préstamos personales, etc. Las características de estos activos es que deben tener homogeneidad para aplicar estadísticas, que los créditos posean una clara originación para que puedan ser transmitidos jurídicamente, que haya patrones de pago bien definidos, y que los flujos de fondos sean predecibles. Estas características son fundamentales a la hora de calificar su riesgo de manera de facilitar su colocación en el Mercado. Otras características no obligatorias pero útiles de analizar son:

- Que tengan bajos niveles o probabilidades históricas de incumplimiento tanto del originante en cuanto a la forma de originar los créditos como de los créditos a ceder, se prefieren créditos con historia y con nula morosidad, en nuestro país hasta un 1% se considera razonable, y
- Que los mismos tengan más de una amortización hasta su vencimiento final ,
- Que estén atomizados.

De lo contrario, la necesidad de mejorarlo con garantías complementarias para reducir su riesgo, puede transformar el proceso en antieconómico. Asimismo se debe dar preferencia a carteras de activos con características de homogeneidad entre sí, debido a que su ausencia dificulta la realización de estadísticas y complica el tratamiento impositivo.

Es importante analizar los criterios de elegibilidad que tienen los activos o créditos que se transfieran al vehículo, como ser, originación de acuerdo a normas, porcentaje de deudores que tengan antigüedad a determinados meses, cumplimiento de patrones que surjan de los informes de VERAS, etc.

Ventajas de la securitización

- Separa de los Estados Contables activos ilíquidos mejorando así los ratios, fundamentalmente de liquidez, rotación y rentabilidad del capital.
- En el caso de entidades financieras desinmovilizan activos y recrean capacidad prestable. Pueden trasladar riesgo crediticio 'normal' en el mercado de capitales en una estructuración tradicional, pero no necesariamente amplían la capacidad crediticia de deudores.
- En casos de entes con riesgos cambiarios en función de la diversidad de monedas utilizadas, permite entre sus pasivos y activos, autocompensar parcialmente dicho riesgo.
- Diversifica las fuentes de financiamiento.
- Constituye una fuente alternativa de financiamiento.
- Genera la realización de proyectos, al separar bienes del activo del originante.
- Permite aumentar la rentabilidad al transformar activos ilíquidos en líquidos y su incorporación al circuito de negocios del originante, aumentando la rotación de los activos.
- El inversor mejora la compensación riesgo-rendimiento, siendo un incentivo para fortalecer el ahorro.
- Profundiza la desintermediación financiera, eliminando los spreads bancarios y financieros.
- La generación de liquidez, permite el financiamiento de grandes proyectos de inversión.
- Se mejora la estructura patrimonial de todo el sistema financiero, ya que los patrimonios están respaldados por activos de mayor liquidez.
- Se reduce el riesgo crediticio, ya que el título valor está generalmente garantizado por un conjunto de créditos, por lo que existe una diversificación del riesgo para el inversor.
- Desde el punto de vista impositivo hay muchas ventajas en los fideicomisos con oferta pública.

Riesgos a evaluar en el proceso de securitización

Generalmente, no existe otra fuente de repago que lo propios títulos¹, con lo cual se torna fundamental distinguir e identificar los riesgos envueltos en estructura con el fin de evitar abusos:

- ◆ **Riesgo de evicción:** Comprende la posible existencia de vicios, o causales relativas a la originación del crédito por parte del transmitente, como su actuación en fraude a los acreedores o encontrarse en concurso, acuerdo preventivo extrajudicial, contar con pedidos de quiebra, que determinen o puedan determinar según el caso, la inexistencia, nulidad o ineficacia de los derechos cedidos.
- ◆ **Riesgo Crediticio:** El riesgo crediticio de los títulos valores reside, principalmente, en la calidad de los bienes que integrarán el vehículo y en la calidad crediticia de los deudores cedidos. Los derechos de cobros que generan los activos securitizados son evaluados en función de la calidad crediticia, utilizando estadísticas de las moras generadas, vencimientos, notas de crédito, antigüedad de las cuentas, atomización de los clientes y cantidad de documentos involucrados en la operación, como así también en

¹ Se le pueden sumar otro tipo de garantías, pero a medida que esas crecen se desnaturaliza el instrumento y aumenta los costos de estructuración.

la forma de originación de los créditos. Los recaudos que el originante toma a la hora de otorgar los créditos tendrán una incidencia directa sobre la morosidad o incobrabilidad de la cartera que genera.

- ◆ **Riesgo en la ejecución de créditos:** Los costos de ejecución y la demora procesal que implican los títulos cedidos al vehículo legal a los fines de la securitización es un elemento importante a la hora de evaluar los riesgos de la operación.
- ◆ **Riesgo Institucional:** Este tipo de análisis de riesgos opera en la modalidad *asset backed securities* cuando se securitizan flujos de fondos futuros a generarse por contratos. Un ejemplo típico es el de la concesión de peajes.
- ◆ **Riesgo de Mercado:** Es conveniente analizar, si existe y en que magnitud, un deterioro en las condiciones y variables macroeconómicas como así también cualquier medida que afecte la actividad bajo análisis. A este efecto es muy importante, contar con información histórica que abarque épocas de stress.
- ◆ **Riesgo de reinversión:** La posible cláusula de cancelar anticipadamente los créditos securitizados, nos lleva a evaluar el ‘riesgo de reinversión’ que consiste en contemplar la incertidumbre de colocar nuevamente los fondos a la misma tasa de origen en el caso que tal opción la ejerza el originante. Los prepagos pueden tener las causas en varios motivos. Pero si nos enfocamos a la causal de tasa de interés y ésta baja respecto a la tasa pactada inicialmente, los deudores van a tener un incentivo a refinanciar el crédito. De esta manera, se aceleran los cobros de los tenedores de títulos exponiéndose al riesgo de reinversión. Este tipo de crédito es más usual en los de largo plazo como son los hipotecarios.

Problemas de incentivos. Roles recomendables para mitigar riesgos

La mayoría de los riesgos enunciados se pueden encuadrar en lo que se conoce como ‘problemas de incentivos’, que son fallas que se provocan en el mercado cuando no funcionan las instituciones, por problemas vinculados al ‘riesgo moral’ o ‘selección adversa’.

El riesgo moral podría operar si el originante de los títulos, una vez colocados estos, demuestra un menor incentivo para supervisar o auditar adecuadamente las cobranzas de los créditos.

Los problemas de selección adversa, en este caso, pueden ocurrir porque el originador de los créditos tiene mayor conocimiento de los riesgos de incumplimiento que los inversores. Evitar que se cedan los créditos con complicaciones y que el originador se quede con los de mayor calidad es un riesgo a controlar y es aquí donde el rol de las Calificadoras de riesgo cumplen un papel fundamental para el inversor.

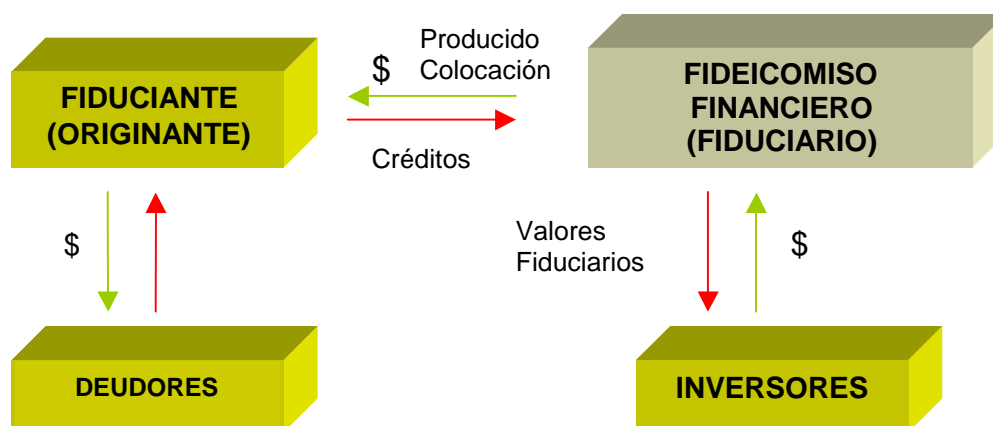
A los fines de minimizar riesgos expuestos, es clave realizar un *due diligence*, que consiste en una auditoría intensiva que permite la revisión completa de los procesos y agentes que intervienen en la operación y de los documentos que se incorporan al negocio. La complejidad de las transacciones y requerimientos de la Comisión Nacional de Valores (CNV) para el caso argentino, permiten dar un marco de control de legalidad a las estructuraciones. Así mismo, la intervención de una calificadora de riesgos ayuda a mitigar los riesgos mencionados a través de un análisis crediticio, que implica la emisión de una nota de riesgo de los títulos, claramente entendible para el público inversor.

Formas jurídicas y estructuras más usadas en la implementación de programas de securitización

En Argentina, las distintas formas jurídicas (vehículos) que posibilitan la securitización son las siguientes:

- Fideicomiso Financiero²
- Los Fondos comunes cerrados de crédito
- Las obligaciones negociables garantizadas
- Las letras hipotecarias

ESQUEMA FUNCIONAL DEL FIDEICOMISO



Si bien la innovación avanza también en las variantes de estructuración de títulos bajo el proceso de securitización, describimos aquí las tres estructuras básicas de implementación:

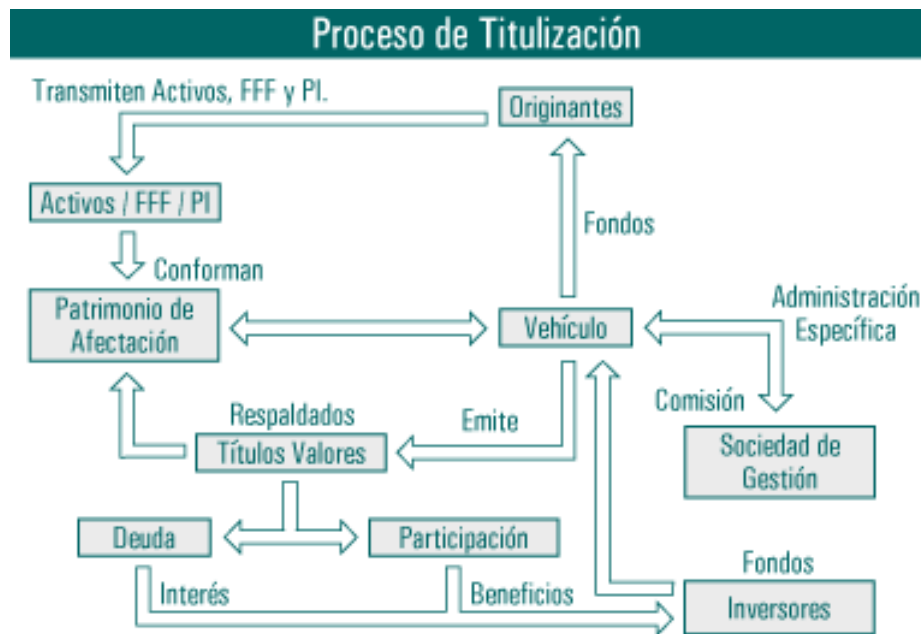
Pass-through: Esta modalidad implica la transferencia por parte de originador o acreedor original de la cartera de activos homogéneos a un ente jurídico llamado vehículo (fiduciario, fondo común de inversión cerrado o sociedad objeto exclusivo), quien emite contra esa cartera los títulos valores (fiduciario) o cuotas partes (fondos comunes cerrados de créditos) a ser colocados entre los inversores. De esta manera la calidad de pago estará vinculada al flujo de fondos que emerge de dichos activos, siendo estos la garantía de los títulos valores. En esta categoría, el originador desplaza los activos de sus balances a la vez que la emisión de títulos no forma parte de su pasivo.

Asset-backed bonds: En esta modalidad, no hay una salida o separación de los activos originantes respecto a los activos a securitizar, sino que permanecen en el patrimonio del originante. Consecuentemente el flujo de fondos que la cartera genera no estará afectado exclusivamente al pago de capital o interés de los títulos valores emitidos, por lo que generalmente esta categoría de títulos valores es respaldada con los activos del originante.

Pay-through: Esta modalidad surge de la combinación de los dos tipos básicos de estructuración descriptos. Los activos a securitizar no salen ni se separan de los activos del originante (elemento de la modalidad **Asset Backed Bonds**) pero sus ingresos garantizan exclu-

² Esta figura jurídica es la más utilizada en Argentina.

sivamente el pago de intereses y amortizaciones de los activos títulos valores emitidos (elemento de la modalidad pass-through).



Fuente: En base a Dinámica del Mercado de Capitales: Conexión con la Economía Real. Lic. Mónica Erpen.

Redireccionamiento de los flujos de fondos y distribución de riesgos mediante la creación de tranches o tramos

El originante puede emitir los títulos de deuda con diferentes tramos. Esta creación de subtítulos con distintas durations, no solo implica combinar diferentes vidas económicas promedios sino que implica subordinar el pago del segundo tranche (título B) al pago del primer tranche (título A). Lógicamente que esta subordinación permite tener títulos con distintos flujos de repagos y categorías de riesgos. Al aumentar la mayor cantidad de durations y calidades de riesgo, aumenta la liquidez de las emisiones dado los distintos perfiles de inversores. La idea es que la suma de las partes vale más que el todo. Esta modalidad se emplea para profundizar el volumen del mercado de créditos hipotecarios. En Argentina, dada la carencia de moneda de largo plazo o mecanismos indexatorios razonables para originar dichos créditos, se torna irrelevante esta forma de securización de carteras hipotecarias, tan importante en otros países. Lógicamente que un abuso de esta segmentación de títulos, denominado el mercado sub-prime de hipotecas, trae consecuencias negativas que afectan al riesgo sistémico además de los inversores que suscriben en esta categoría.

Marco Legal

En Argentina, la ley 24441 (B.O.16-01-95) de financiamiento de la vivienda y construcción contempla el marco legislativo de la securitización, junto a las resoluciones de la CNV.

La estructura PASS-THROUGH es tratada en dicha ley como certificados de participación del fidecomiso financiero y la modalidad PAY-THROUGH como títulos representativos de deuda. Ambos vehículos están legislados en el art. 21. Los certificados de participación serán emitidos por el fiduciario. Los títulos representativos de deuda garantizados por los bienes fidei-

comitidos podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros, según fuere el caso. Los certificados de participación y los títulos representativos de deuda podrán ser al portador o nominativos, endosables o no, o escriturales conforme al artículo 8 y concordantes de la ley 23.576 (con las modificaciones de la ley 23.962). Los certificados serán emitidos en base a un prospecto en el que constarán las condiciones de la emisión, y contendrán las enunciaciones necesarias para identificar el fideicomiso al que pertenecen, con somera descripción de los derechos que confieren. Podrán 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 modalidad empleada a través de los fondos comunes de inversión cerrados que integran su patrimonio con activos creditorios tanto en la versión PASS-THROUGH (cuotapartes de copropiedad) son tratados por el art 78, inc. a. de la ley 24.441, Decreto del PE 2088/93. Resolución 368 de la CNV y decreto PE 174/93. La opción PAY-THROUGH (cuotapartes de renta) son tratados en el art.78, inc. a. Se considera fondo común de inversión al patrimonio integrado por valores mobiliarios con oferta pública, metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivados de operaciones de futuros y opciones, instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina, y dinero, perteneciente a diversas personas a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad representados por cuotapartes cartulares o escriturales. Estos fondos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica.

Los fondos comunes se constituyen con una cantidad máxima de cuotapartes de acuerdo con el artículo 21 de esta ley, podrán tener objetos especiales de inversión e integrar su patrimonio con conjuntos homogéneos o análogos de bienes reales o personales, o derechos creditorios con garantías reales o sin ellas de acuerdo con lo que disponga la reglamentación del órgano de fiscalización previsto en el art. 32 de esta ley.

Los fondos comunes de inversión podrán emitir distintas clases de cuotapartes con diferentes derechos. Las cuotapartes podrán dar derechos de copropiedad de acuerdo con lo previsto en el primer párrafo de este art. y también podrán emitirse cuotapartes de renta con valor nominal determinado y una renta calculada sobre dicho valor cuyo pago será sujeto al rendimiento de los bienes que integren el haber del fondo.

La estructuración instrumentada bajo la modalidad ASSET-BUCKET BONDS tiene similitud con las obligaciones negociables.

Posibles sujetos que intervienen en el proceso

Partes Intervinientes establecidas por la Ley

El originante: es el ente, persona o empresa, que posee los créditos o activos ilíquidos que se van a ceder para securitizar.

El vehículo: es la figura jurídica por medio de la cual el originante le transfiere la cartera o activos a securitizar, para que se emitan títulos de deuda o certificados de participación, garantizados por dichos activos. Se lo conoce como fiduciario o administrador.

Beneficiarios o Inversores: son las personas físicas o jurídicas que comprarán los títulos valores emitidos por el vehículo, son los destinatarios de la emisión. Entre los inversores institucionales se destacan las compañías aseguradoras, afjp, art, entidades financieras.

Otros participantes necesarios para su instrumentación

El organizador: interviene coordinando las distintas instancias del proceso como así también en la designación de las personas físicas o jurídicas que participaran, asesorando en el volumen, la modalidad de la estructura y el plazo de emisión. En algunas ocasiones también cumple funciones de underwriter.

Las calificadoras de riesgos: son empresas especializadas en el análisis del riesgo crediticio. Analizan la calidad del activo o crédito, del flujo de fondos y la seguridad jurídica que enmarca la estructuración. Evalúan la capacidad de pago en tiempo y forma que tienen los títulos emitidos.

A tal punto es importante el rol de las calificadoras, que para que determinados inversores institucionales puedan incluir estos títulos en sus carteras, tienen que tener una calificación emitida por estas. En la escala de la calificadora Standar and Poor's, la línea que divide esa aprobación es BBB.

El asesor legal: es quien realiza toda la estructura jurídica de la transacción, confecciona el prospecto, realiza los trámites ante las instituciones pertinentes con el fin de instrumentar la cesión y autorización para que se emitan los títulos, etc.

El auditor: es quien tendrá a su cargo la estructuración del fideicomiso y control de la cartera a cederse. Verifica: 1) la existencia de normas de originación de los créditos y su cumplimiento., y 2) la morosidad de la cartera a cederse.

El Master Servicer: tendrá a su cargo el seguimiento de los créditos cedidos al Fideicomiso e informará de su comportamiento al fiduciario con la frecuencia que estos establezcan.

El administrador de la cartera de créditos: puede serlo el propio originante o un tercero independiente. Se dedica a administrar el cobro del flujo de fondos, y realizar su transferencia al vehículo para el pago a los inversores. Provee de informes periódicos al emisor y a los beneficiarios.

Agente de Cobro: será la persona física o jurídica que tendrá a su cargo la cobranza de los créditos cedidos. Generalmente esta función la conserva el originador como función cedida por el fiduciario en función del conocimiento que este tiene de los deudores y con el fin de evitarle inconvenientes o desconfianzas por parte de los deudores cedidos.

Asesor impositivo: es aquel que asesora al Fiduciario sobre las implicancias del Fideicomiso Financiero que se está estructurando para cada una de las partes que intervendrá.

El depositario: Es la entidad que realiza la custodia de la cartera crediticia.

El garante es la persona física o jurídica-generalmente una compañía de seguros o una entidad financiera- que se ocupa de cubrir el riesgo de incobrabilidad de los activos securitizados.

El Agente Colocador: puede ser un banco de inversión, una entidad financiera, o un agente bursátil, quien se encargará de la colocación de los títulos en el Mercado en forma individual o por medio de un sindicato de colocadores.

Principales Mecanismos de Amortización

- **Pari Pasu:** Las clases de títulos se cobran proporcionalmente en el mismo tiempo.
- **Secuencial:** En este esquema, las clases de títulos senior se cobran totalmente en primer término (intereses y principal) y luego se cobran las calases subordinadas.

Mecanismos de colocación de los títulos

Se pueden destacar dos formas de colocación de los Valores de Deuda Fiduciaria y de los Certificados de Participación, estas modalidades también son extensibles a la colocación de otros Títulos Valores.

1) Book Building. Este es un mecanismo de formación eficiente de precios que consiste en sondear la intención de los inversores interesados en suscribir los títulos valores, así como el precio y la cantidad que estarían dispuestos a adquirir.

Según el resultado que se obtenga, él o los Agentes Colocadores y el emisor acuerdan y establecen un precio fijo de suscripción o tasa de interés para la colocación.

Al iniciarse el período de colocación el Agente Colocador abre el libro (*book*) de registro, al cual se integrarán las ofertas de suscripción recibidas en firme de los inversores, las cuales serán adjudicadas por orden temporal o de aparición, con la posibilidad de aceptar fórmulas de ponderación para la asignación de los valores en el caso de que exista una sobre oferta de suscripción, siempre que hayan sido previstas en el prospecto y que no excluyan ninguna oferta. Generalmente se contempla un prorrateo entre todas las ofertas recibidas.

A medida que se adjudican las ofertas, se completa o construye el libro de registro (*book-building*) hasta que se alcanza el cupo máximo o finaliza el período de colocación.

2) Sistema Holandés. En este mecanismo, el emisor, al determinar los términos y condiciones de los títulos, fija o establece el interés (tasa de referencia) que reconocerá. Luego se constituye un concurso de precios que fijará el rendimiento efectivo de los títulos.

El procedimiento consiste en que al inicio del período de colocación, el Emisor y el Agente Colocador acuerdan un precio o tasa de interés de referencia.

Durante todo el período de colocación se reciben las ofertas de precio y sus volúmenes asociados, los que podrán variar de la tasa de referencia. Al concluirse el plazo de colocación, las ofertas son aceptadas y ordenadas en forma creciente de precio, según se acerquen a la tasa indicada por el emisor.

El Emisor podrá mediante la fijación de una *tasa corte* aceptar ofertas hasta un determinado precio (rendimiento), el cual será aplicable a todos los inversores que hubiesen ofrecido mejores tasas de descuento.

Por ejemplo, si en el caso de títulos de deuda, cuatro inversores ofrecieron tasas del 7%, 7,5%, 8% y 10%, el emisor podrá optar por rechazar al inversor que ofertó el 10%, aceptándose entonces al de 7%, 7,5% y 8%, fijándole a ambos el 8%. De esta manera, dependiendo de las circunstancias, el Emisor podrá optar por obtener una mejor tasa, colocando un menor volumen, o viceversa, se adjunta ejemplo de aplicación del Sistema Holandés en la suscripción de un Fideicomiso Financiero emitido en la Bolsa de Comercio de Rosario.

Conclusión

Una correcta aplicación del proceso de securitización o titularización de carteras crediticias, como mecanismo de desintermediación financiera y movilizador de carteras crediticias, resulta una estrategia innovadora como fuente de financiamiento en el mercado de capitales, logrando bajar los costos financieros y permitiendo diversificar los riesgos de créditos de las empresas o entidades que lo utilicen. De esta manera, se transforma en una herramienta noble que bien estructurada, brinda soporte para el crecimiento y desarrollo económico sustentable de los países.

REFERENCIAS

- Carlos Bollini Shaw, Mario Gpffan, *Operaciones Bursátiles y extrabursátiles*, Abeledo Perrot
Pavell Christine, *Securitization*, Probus, Chicago 1989.
Jose Manuel Porto, *Alternativas Financieras de Inversión*
Alicia goldenber y Maunel Gomez, *Fondos de inversion directa y fideicomiso (una vía productiva para el crecimiento)*, La Ley
Mónica Erpen, *Dinámica del Mercado de Capitales: Conexión con la Economía Real. Lic. Dinámica del Mercado de Capitales: Conexión con la Economía Real*
Hansen, Leonardo Hugo, *Fideicomisos Financieros, Tratamiento Tributario*. Macchi, 2000.
Aguirre Rodríguez, José Antonio. La Securitización de los mercados de crédito. *Revista del Instituto Argentino de Mercado de Capitales* N° 12.

Arnold, Bruce, Securitization of loans, *Federal Reserve Bank of New York*, 1986.

Lupoi, Maurizio, *Trusts of the world*. ETI, Roma 2000

Lisoprawski, Silvio y Kiper, Caludio. *Fideicomiso, dominio Fiduciario y securitización*, Depalma 1995

ANEXO

Caso Práctico

PROGRAMA GLOBAL DE VALORES FIDUCIARIOS BUBY ASSET BACKED SECURITIES

FIDEICOMISO FINANCIERO TARJETA MAMPRIN II

BANCO BUBY

ORGANIZADOR, FIDUCIARIO Y AGENTE COLOCADOR

Términos y Condiciones

TÍTULO: FIDEICOMISO FINANCIERO TARJETA MAMPRIN II

FIDUCIANTE: TARJETA MAMPRIN S. A.

FIDUCIARIO: BANCO BUBY S.A.

**AGENTES COLOCADORES: BANCO BUBY S.A.
BANCO ROSARIO S.A.**

ORGANIZADOR: BANCO BUBY S.A.

ASESOR LEGAL: ESTUDIO HOFER & PIAGGIO

CALIFICADORA DE RIESGO: FITCH RATINGS ARGENTINA

ACTIVO SUBYACENTE: CUPONES DE TARJETAS DE CRÉDITO

MONEDA: PESOS

MONTO: \$ 64.001.363

Estructura

Certificado de participación clase A ('CPA')

PORCENTAJE: 85% DEL FLUJO DE FONDOS FUTURO, V/N \$ 54.401.159

AMORTIZACIÓN: MENSUAL DE CAPITAL E INTERESES. EL PRIMER SERVICIO DE CAPITAL E INTERÉS SERÁ PAGADO EL DÍA 25 DE JULIO DE 2007.

DURATION: 6.08 MESES

PLAZO: 8 MESES

TASA DE CUPÓN: 7.00 % NOMINAL ANUAL.

CALIFICACIÓN: AAA (arg) ML

Certificado de participación clase B ('CPB')

PORCENTAJE: 10% DEL FLUJO DE FONDOS FUTURO, V/N \$ 6.400.136

AMORTIZACIÓN: MENSUAL DE CAPITAL E INTERESES. EL PRIMER SERVICIO DE INTERÉS SERÁ PAGADO EL DÍA 25 DE JULIO DE 2006 Y EL PRIMER SERVICIO DE CAPITAL EL DÍA 25 DE NOVIEMBRE DE 2007.

DURATION: 8.56 MESES

PLAZO: 9 MESES

TASA DE CUPÓN: 9.00 % NOMINAL ANUAL.

CALIFICACIÓN: A- (arg) ML

Certificado de participación clase C ('CPC')

PORCENTAJE: 5% DEL FLUJO DE FONDOS FUTURO, V/N \$ 3.200.068

AMORTIZACIÓN: MENSUAL UNA VEZ CANCELADOS ÍNTEGRAMENTE LOS 'CPA' Y 'CPB'

CALIFICACIÓN: SIN CALIFICACIÓN

SISTEMA DE COLOCACIÓN Y ADJUDICACIÓN

SISTEMA DE COLOCACIÓN: SISTEMA HOLANÉS (DUTCH AUCTION)

ADJUDICACIÓN: POR SUBASTA. LAS OFERTAS RECIBIDAS SERÁN ADJUDICADAS COMENZANDO CON LAS OFERTAS QUE SOLICITEN LA MENOR TASA DE RETORNO (TIR) Y CONTINUANDO HASTA AGOTAR LOS TÍTULOS DISPONIBLES. LA ADJUDICACIÓN SE REALIZARÁ A UN PRECIO ÚNICO (LA MAYOR TASA ACEPTADA) PARA TODAS LAS OFERTAS ACEPTADAS

PERÍODO DE COLOCACIÓN: DEL 10 AL 16 DE MARZO DE 2007

NOTIFICACIÓN A LOS INVERSORES ADJUDICADOS: 16 DE MARZO DE 2007.

LIQUIDACIÓN: 18 DE MARZO DE 2007.

COTIZACIÓN:

**BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
MERCADO ABIERTO ELECTRÓNICO**

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA CARTERA

CAPITAL CEDIDO \$	64.001.363
CANT.CUENTAS CEDIDAS	231.509
CANT.CUOTAS CEDIDOS	1.605.314
CANT.CUPONES CEDIDOS	432.381
PROMEDIO POR CUENTA \$	276,45
PROMEDIO POR CUPON	148,02
ANTIGÜEDAD PROM. POND DE LAS CUENTAS (meses)	89
CANTIDAD DE CUOTAS PROMEDIO PONDERADO	5,63

MEJORAS CREDITICIAS (CREDIT ENHANCEMENT)

- 1. SUBORDINACIÓN DE CAPITAL A FAVOR DEL BONO SENIOR.**
- 2. ESTRUCTURA SECUENCIAL**
- 3. FONDO DE GASTOS E IMPUESTOS Y FONDO DE GARANTIA.**
- 4. SPREAD DE TASAS ENTRE LA CARTERA CRÉDITOS Y EL RENDIMIENTO DE LOS VDF A Y VDF B.**
- 5. CALIFICACIÓN DE INVESTMENT GRADE EMITIDA POR FITCH RATINGS**
- 6. EL FIDUCIANTE, CON AUTORIZACIÓN DEL FIDUCIARIO PODRÁ REEMPLAZAR CRÉDITOS QUE INTEGREN LA CARTERA MOROSA A EFECTOS DE MEJORAR LA CALIDAD DEL PATRIMONIO FIDEICOMITIDO.**