

METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN DE VALORES PROVENIENTES DE PROCESOS DE TITULARIZACIÓN: FLUJOS FUTUROS ESTRUCTURAS DEPENDIENTES

Contacto

Mariana Ávila

Gerente de Análisis

mavila@globalratings.com.ec

Hernán López

Gerente General

hlopez@globalratings.com.ec

Metodologías de Calificación

METODOLOGÍA DE
CALIFICACIÓN DE
VALORES
PROVENIENTES DE
PROCESOS DE
TITULARIZACIÓN:
FLUJOS FUTUROS
DEPENDIENTES

Creación: Octubre
2014

Última Actualización:
Mayo 2020

Esta metodología es de la
exclusiva propiedad de
GlobalRatings Calificadora de
Riesgos S.A.

Para el caso de valores provenientes de titularizaciones, se analiza si la estructura es dependiente o independiente. Una estructura dependiente es la que se encuentra sujeta al riesgo crediticio de la entidad que origina los flujos futuros para el pago de la deuda, y una estructura independiente es aquella en la que la operación futura de la entidad no tiene impacto alguno sobre el desempeño esperado de los flujos disponibles para el servicio de la deuda. En caso de que la estructura sea dependiente será necesario evaluar la calidad crediticia de la entidad además de la fortaleza financiera de la estructura. En el proceso de análisis de una estructura independiente no es necesario realizar la evaluación crediticia del fideicomitente u originador. En este caso, se evalúa solamente la fortaleza financiera de la estructura. En ambos casos, se evalúa la idoneidad de la administradora.

Dentro de los flujos futuros dependientes se encuentran los procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que existen que consisten en la emisión de valores con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con derechos existentes generadores de flujos futuros para lo cual se deberá acreditar documentadamente la propiedad del originador sobre tales derechos; procesos de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas que consisten en la emisión de valores con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con la transferencia de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de bienes que estén en el comercio y sobre servicios públicos y procesos de titularización de cartera que cuente con el recurso de cualquier naturaleza por parte del originador.

Para GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. las calificaciones de riesgo de valores provenientes de procesos de titularización son la evaluación de la capacidad de los activos integrados a la estructura para generar flujos futuros de fondos.

Las metodologías de calificación de riesgo de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. consideran un enfoque que incorpora una combinación de factores cuantitativos y cualitativos sobre el sector, el grado de dependencia o independencia de la estructura de la titularización con relación al fideicomitente u originador, la idoneidad de los mecanismos de garantía, la opinión legal sobre la estructuración, el análisis financiero de la estructura de deuda, consideraciones sobre el administrador fiduciario y otros aspectos propios de cada titularización. No todos los factores son aplicados a cada calificación individual. Las variables descritas en la metodología de calificación de riesgo consideran un escenario estresado. La importancia relativa de algún punto específico puede variar según el proyecto, línea de negocio y su fideicomitente u originador: en algunos casos, una fortaleza específica puede compensar una debilidad y, por otro lado, una debilidad específica puede anular las fortalezas del originador en otras áreas.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. opera bajo una filosofía de calificaciones de riesgo estables; en otras palabras, busca incorporar en sus calificaciones de riesgo los efectos del ciclo económico, minimizando los cambios de notches a lo largo del ciclo. No obstante, se producirán revisiones cuando cambios estructurales positivos o negativos, ocurran, o se espera que ocurran en un futuro cercano, tomando en cuenta al menos los siguientes puntos:

- Capacidad de los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo para

generar los flujos futuros de fondos, así como la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados.

- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario, el originador y a los términos establecidos en el contrato.
- Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.
- Tratándose de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas, la calificadora de riesgos analizará aspectos referentes al originador y a la capacidad del originador para generar los flujos futuros dentro del proceso de titularización.
- Consideraciones de riesgos cuando los activos del originador que respaldan la titularización incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

En el proceso de calificación de riesgo de titularizaciones de estructuras dependientes se tomará en cuenta dentro del análisis de flujos futuros de fondos en general:

- Evaluación matemática, estadística y actuarial de los flujos que hayan sido proyectados en base a la generación de recursos del proyecto involucrado en la titularización.
- Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas.

- Calidad de las garantías que cubran las desviaciones indicadas y cualquier otra siniestralidad.
- Punto de equilibrio determinado para la iniciación del proceso de titularización.

PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

Para este efecto, se entenderá que los ingresos para el pago del servicio de la titularización se originan de operaciones, ventas o transacciones que aún no se han realizado, pero que se espera que se lleven a cabo en el futuro. La estructura debe estar legalmente constituida para que los flujos futuros sean transferidos a un fideicomiso y de éste a los acreedores. El proceso de titularización conlleva la expectativa de generar flujos de efectivo determinables, respecto de los cuales su titular pueda disponer libremente, a partir de:

- Procesos de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que existen.
- Procesos de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.

La metodología de calificación de titularizaciones de flujos futuros se compone de las siguientes partes:

[Análisis Previo](#), en forma previa a la aplicación de los procedimientos normales de calificación, descritos más adelante, la Calificadora deberá verificar si el originador y la estructura presentan información representativa y suficiente. Sólo si ambas condiciones se cumplieran, dichos procedimientos serán aplicados. Se entenderá por información representativa aquella, que permite inferir razonablemente la situación del originador y de la estructura. La información no será considerada como suficiente si, siendo representativa, impide concluir en forma clara respecto de

una calificación. La información será solicitada con la suficiente anterioridad por la calificadora y será entregada dentro de los tiempos señalados en la normativa.

Una vez distinguido el tipo de estructura, el equipo de análisis revisará que la opinión legal externa sea satisfactoria. Si la opinión llegase a determinar que los documentos legales no aseguran la correcta cesión de los activos, derechos, ingresos o recursos del fideicomitente u originador al fideicomiso, el equipo de análisis podría resolver seguir con el proceso de análisis de la estructura o detenerlo.

La opinión legal será solicitada a un asesor jurídico externo, independiente y con probada experiencia en este tipo de operaciones de deuda. Desde el punto de vista legal, esta evaluación deberá asegurar que la estructura cumpla con el proceso de autorizaciones y registros necesarios, y que todos los documentos legales de la estructura constituyan obligaciones válidas, jurídicamente exigibles y oponibles frente a terceros conforme a sus términos entre las partes involucradas.

[Análisis de la Información](#), se aplica a aquellos originadores o estructuras que superen el análisis previo. Dentro de este procedimiento se analiza el sector en el que se desenvuelve el originador, la posición que este ocupa, su administración y estrategia y su situación financiera actual y en el pasado reciente.

Se analiza la estructura de la titularización bajo condiciones de un escenario base que es el definido por el estructurador. El estudio comprende todas las características operativas y legales de la estructura y la generación de ingresos esperados asociados al comportamiento más probable de las variables económicas y financieras, supuestos planteados según los criterios del estructurador. El flujo de los ingresos se construye siguiendo su tendencia histórica o la tendencia

histórica de las variables que los determinan y, en su caso, la información de los proyectos en los que estará involucrado el fideicomitente.

Los resultados del análisis financiero en el escenario base se comparan contra un escenario de estrés. El escenario de estrés incorpora la máxima caída posible que las variables que determinan el ingreso puedan soportar; permitiendo en todo momento que la estructura cumpla con sus obligaciones financieras.

El objetivo del análisis bajo un escenario de estrés es determinar el límite en el que una reducción adicional de las variables que generan los ingresos provocaría una situación de incumplimiento en el pago de la deuda. El cálculo de esta métrica se realizará considerando hasta el último periodo en que se liquide por completo la deuda. Una vez que el equipo de análisis ha determinado los escenarios base y de estrés, se calculan los ingresos futuros esperados. Posteriormente, se medirá la diferencia existente entre ambos resultados.

Para concluir el análisis se incorpora el perfil de la administradora la que se analiza en lo que respecta a su gobierno, operatividad y experiencia además de su relación con el fideicomitente.

Revisión Técnica, una vez que el equipo de análisis a cargo ha concluido su estudio elabora un informe preliminar el que es sometido a la revisión del Comité de Análisis, instancia en la cual se recomendará una calificación para presentarse al Comité de Calificación de Riesgos.

Calificación Final: La determinación de la calificación final parte de la recomendación del Comité de Análisis de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. al Comité de Calificación.

La calificación recomendada podría ser modificada, tanto positiva como negativamente, si a juicio del Comité de Calificación de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. existen riesgos o fortalezas de carácter cualitativo en la estructura. Estos atributos, por su naturaleza, no pueden ser incorporados dentro de los modelos financieros y, por lo tanto, se integran al proceso de análisis como consideraciones de ajuste.

Es el Comité de Calificación quien otorga la calificación definitiva.

Todo el proceso se realiza en base a un estricto seguimiento de la normativa vigente y de las pautas propias de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A.

La opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada a la empresa, sino que se basa en información pública y en aquella que voluntariamente aportó el originador, no siendo responsabilidad de la calificadora la verificación de su autenticidad.

DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS DE RIESGO

En atención al mayor o menor riesgo que presenten los valores provenientes de un proceso de titularización y de acuerdo con la normativa vigente, las categorías asignadas tendrán la siguiente definición:

| CATEGORIAS DE CALIFICACIÓN | |
|-----------------------------------|--|
| <i>Categoría AAA:</i> | Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión. |
| <i>Categoría AA:</i> | Corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión. |

| CATEGORIAS DE CALIFICACIÓN | |
|----------------------------|---|
| <i>Categoría A:</i> | Corresponde al patrimonio autónomo que tiene buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión. |
| <i>Categoría B:</i> | Corresponde al patrimonio autónomo que tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión. |
| <i>Categoría C:</i> | Corresponde al patrimonio autónomo que tiene mínima capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión. |
| <i>Categoría D:</i> | Corresponde al patrimonio autónomo que casi no tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados ni de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión. |
| <i>Categoría E:</i> | Corresponde al patrimonio autónomo que no tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión. Se encuentra en estado de suspensión de pagos o no cuenta con activos suficientes para cubrir sus obligaciones, en caso de liquidación. |

INDICADOR DE TENDENCIA

Las categorías de calificación descritas pueden incluir signos más (+) o menos (-). El signo más (+) indica que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advierte un descenso a la categoría inmediata inferior.

REVISIÓN PERIÓDICA DE LA CALIFICACIÓN

La calificación de valores emitidos se revisará semestralmente mientras éstos no se hayan redimido.

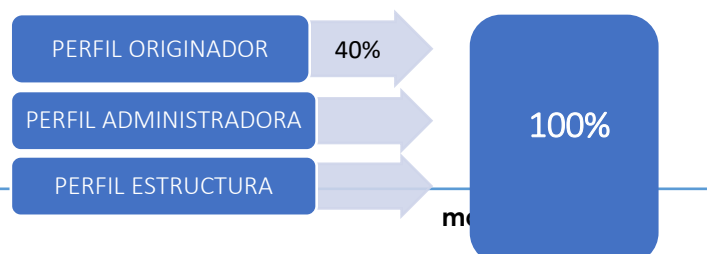
Ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del originador o de la estructura o si hubiese casos excepcionales a criterio de la calificadora, la calificación se hará en períodos menores a seis meses. Ante eventos que puedan influenciar el cambio de la categoría de calificación de riesgo de un valor determinado, ubicará la calificación de riesgo como “calificación en credit

watch o en observación” y comunicará del particular a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y a las Bolsas de Valores.

COMPONENTES DE LA CALIFICACIÓN

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. para determinar la calificación de riesgo de valores provenientes de procesos de titularización de flujos futuros dependientes se basa en el análisis cuantitativo y cualitativo de tres perfiles fundamentales que comprenden el perfil del originador, el perfil de la administradora y el perfil de la estructura.

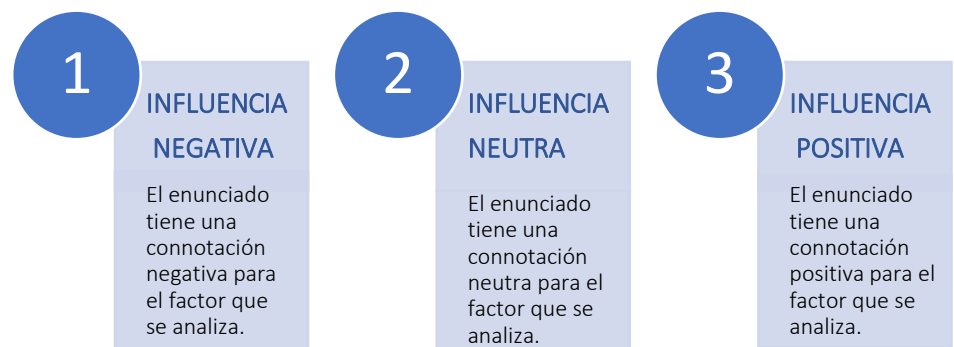
La metodología de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. otorga a cada uno de los perfiles antes mencionados una ponderación acorde a la importancia que tienen sobre la capacidad de generar flujos de la estructura y cumplir con sus obligaciones. Al perfil del originador se le asigna una ponderación del 40% ya que es la estrategia dictaminada por el gobierno del originador la que determina las políticas, procesos, seguimientos y correctivos empleados para llegar a números positivos históricos y proyectados. En este sentido, el originador es evaluado extensivamente, tanto en su perfil externo, su perfil interno y su perfil financiero. En el caso de la administradora, se le asigna una ponderación del 30% por cuanto tiene un rol fundamental para llevar a cabo las instrucciones del fideicomiso y cumplir con todos los requerimientos de éste. La estructura, es decir su legalidad y fortaleza financiera, tiene asignado un 30% por cuanto de esos factores depende en último término la operatividad de la titularización.



30%

30%

Para cada uno de los perfiles señalados se han establecido un conjunto de factores que deben analizarse y ponderarse para llegar a un resultado final. La ponderación entre los factores individuales y en conjunto varía entre sectores, así como en el tiempo. El análisis de los factores se realiza calificando diferentes aspectos que lo conforman, según se describe más adelante. Cada uno de estos aspectos recibe una puntuación que va de 1 a 3.



En caso de que se considere que el enunciado no tiene influencia sobre el factor bajo análisis, se otorga una calificación de 0 (cero) lo que tiene como efecto que ese aspecto no será considerado en la calificación.

Una vez que todos los aspectos han sido calificados y los parámetros y los perfiles han sido ponderados, se obtiene un valor numérico que permite al Comité de Análisis determinar una calificación preliminar que se somete al Comité de Calificaciones.

PERFIL ORIGINADOR

El originador es el principal responsable de que los flujos comprometidos en una titularización dependiente se cumplan dentro de los tiempos y las condiciones estipuladas.

Por lo tanto, en el proceso de calificación de riesgo de titularizaciones de estructuras dependientes se tomará en cuenta todo lo detallado en la metodología de calificación de valores de deuda: obligaciones emitidas por empresas no financieras.

En el caso de que la cartera titularizada provenga de una entidad de los sectores financieros público o privado se analizará para el efecto el sector financiero en su conjunto y el originador puntualmente.

El peso asignado es de perfil externo 10%, para el perfil interno 15% y para el perfil financiero 15%.

PERFIL ADMINISTRADORA

Se analizará qué tan adecuada es la capacidad, seguimiento y procesos por parte de una administradora. El peso asignado es del 30% el que se divide en 15% en Gobierno y 15% en la Gestión.

Principalmente se analizará la experiencia que tiene la administradora desempeñando su función dentro de la industria. También se evaluarán las políticas, los procedimientos, la administración de la documentación, la administración del riesgo, la experiencia del capital humano, la capacitación y las herramientas tecnológicas.

1.-Gobierno

La existencia de mecanismos de Gobierno idóneos de la Administradora, con accionistas concedores del accionar de una entidad de este tipo, con un directorio activo y enterado

y con una estrategia definida constituyen elementos importantes a la hora de evaluar a la institución administradora de la titularización.

Accionistas

El prestigio es una condición subjetiva y difícil de medir. Sin embargo, accionistas con trayectoria en empresas por largo tiempo, ya sea como accionistas o ejecutivos, con experiencia académica o cargos públicos de relevancia son beneficiosos para la entidad. Por el contrario, problemas judiciales de los accionistas pueden eventualmente causar inconvenientes a la entidad. Es conveniente que el accionariado esté libre de litigios complejos que puedan perjudicar el funcionamiento y la reputación de la empresa. Es en el mejor interés de la empresa que sus accionistas, quienes son en definitiva los que determinan los objetivos y el funcionamiento de la entidad, sean cercanos, estén involucrados y comprometidos con su destino. Es deseable que algunos accionistas formen parte de la dirección de la empresa, que la compañía sea capitalizada de forma conveniente y oportuna y que los dividendos sean repartidos sin poner en riesgo la liquidez de la empresa.

Directorio

La responsabilidad corporativa y la equidad en el trato de la empresa a accionistas minoritarios y otros grupos de interés radica en la existencia de un directorio que preferiblemente debe constar en los estatutos de la compañía y que debe tener una descripción de sus funciones de manera clara y formal. Una entidad que cuente con un organismo

de esta naturaleza está mejor preparada para alcanzar sus objetivos y cumplir con sus obligaciones. Para que un directorio cumpla a cabalidad con las funciones encomendadas en los estatutos, debe estar conformado por personas idóneas que tengan los conocimientos y/o experiencia necesaria para cumplir tan delicadas funciones. Un análisis de las hojas de vida de los miembros del directorio permite evaluar este aspecto. Tanto la OCDE como otros organismos que han estudiado el tema de gobierno corporativo coinciden en la necesidad de que exista un número relevante de directores independientes de la propiedad de la empresa. Estos directores aportan una visión objetiva del devenir de la empresa lo que permite una mejor gestión. Para GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. el mínimo de directores es de tres y al menos uno de ellos debe ser independiente.

Plan Estratégico

Estrategia empresarial o estrategia corporativa es un conjunto de acciones que alinean las metas y objetivos de una organización. El plan estratégico es un documento formal en el que se intenta plasmar, por parte de los responsables de una compañía (directorio, administración, consultores contratados) cuál será la estrategia durante un período de tiempo. Puede incluir actividades de investigación y desarrollo de los productos nuevos o mejoramiento de los ya existentes. El plan estratégico es cuantitativo: establece las cifras que debe alcanzar la compañía, también es manifiesto: describe el modo de conseguirlas, perfilando la estrategia a seguir, y evidentemente temporal:

indica los plazos de los que dispone la compañía para alcanzar esas cifras.

2.-Gestión

Dentro de la gestión de la administradora resulta de especial interés la experiencia del equipo ejecutivo y del personal que la conforma, los posibles conflictos producto de transacciones con partes relacionadas, los mecanismos de control interno, la forma de administrar, el manejo y la capacidad de procesar la información, la relación con los entes de control, la existencia o no de procesos judiciales potencialmente peligrosos y la concentración que pudiera existir con algunos clientes.

Ejecutivos

El prestigio es una condición subjetiva y difícil de medir. Sin embargo, administradores y una gerencia con trayectoria en empresas por largo tiempo y con los requerimientos académicos que las posiciones demanden son beneficiosos para la entidad. Por el contrario, ejecutivos sin trayectoria en la empresa u otras similares pueden eventualmente causar inconvenientes a la entidad.

Talento Humano

Es indispensable que el personal tenga claro el objetivo de la evaluación y lo que se espera de cada persona dentro de la empresa. Las personas que forman la empresa, a todo nivel, deben ser evaluadas formal y consistentemente a fin de determinar si se están cumpliendo los objetivos. Una evaluación no formal es aceptable, pero es

evidentemente preferible contar con un esquema definido y formal que sea conocido por el personal.

Partes relacionadas

En líneas generales, la cartera relacionada proviene de dos fuentes principales: por transacciones comerciales entre compañías del mismo grupo las que deben estar adecuadamente sustentadas por facturas y mecanismos de pago concretos; y las transacciones que tienen por objeto financiar a empresas relacionadas, las que deben estar sustentadas por documentos o garantías si fuera el caso. Un excesivo porcentaje de cartera relacionada amerita un estudio exhaustivo de los motivos y de la calificación correspondiente.

Control interno

La existencia de un comité de auditoría interna y/o de un departamento de control interno permite la detección de problemas en forma más temprana y su consiguiente solución. La política de control debe estar formalizada y difundida en la empresa, sus procedimientos documentados y sus observaciones adecuadamente monitoreadas. La existencia de manuales de recursos humanos, de seguridad, de comportamiento ético, de conflictos de intereses, de procesos, entre otros, deben existir y estar apropiadamente difundidos al interior de la organización. Debe existir una unidad encargada de velar por la existencia, seguimiento y actualización de estos manuales los que deben cumplir con la normativa al respecto.

Administración

La verdadera forma de trabajar de una empresa está en sus procesos. Cómo se hacen las cosas, cómo se consiguen las metas y cómo se previenen errores está definido en la forma y en el flujo de las actividades. Desde ese punto de vista los procesos, claros, definidos y comunicados constituyen una base primordial de cualquier empresa. La supervisión de las empresas está en función de una administración efectiva; en gran medida la determinación y la satisfacción de muchos objetivos económicos, sociales y políticos descansan en la competencia del administrador. Los gastos de operación evidencian la gestión en sí de la compañía.

Sistemas de información

La tecnología va mucho más allá que ordenar las cosas. La información se ha transformado en el principal activo de las empresas por lo que son imprescindibles Sistemas de Información Empresariales (SI).

Información

La rendición de cuentas a todos los grupos de interés de la empresa, inversionistas, accionistas, empleados, autoridades, proveedores y otros es de fundamental importancia para un óptimo manejo de la compañía. La divulgación de información veraz debe ser realizada en forma oportuna y debe ser transparente, en el sentido de mostrar la realidad de la entidad. Entre la información que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. debe divulgar están los estados financieros, el informe de auditoría externa, cambios en la composición

accionarial y/o en la administración y hechos relevantes que incidan en la marcha de la compañía. Más allá de que mucha de esta información es pública, la entidad debe ponerla a disposición de sus grupos de interés de manera periódica y de fácil acceso. Siendo la información primordial para manejar eficientemente una compañía, su pérdida puede resultar catastrófica. Los sistemas de respaldo de la información, los planes de contingencia existentes, formales y por escrito, son fundamentales para prevenir pérdidas de datos.

Capacidad técnica

La administradora debe haber demostrado ya sea en su propia experiencia o en la experiencia de quienes la dirigen conocimientos y capacidad técnica, la que se refleja en un conjunto de operaciones que se han mantenido en el tiempo sin trastornos ni contratiempos significativos.

Entes de control

La SCVS y otras entidades contraloras suelen emitir oficios con observaciones respecto del funcionamiento de la empresa. La compañía debe atender tales oficios cumpliendo con los plazos estipulados e implementando las directrices definidas.

Falta de cumplimiento con las obligaciones con organismos como el IESS, el SRI, contribuciones a la SCVS indican en general falta de liquidez y comprometen la prelación de los pagos de las obligaciones contraídas. Constituyen por tanto una alerta sobre la capacidad de la empresa para cumplir con sus pagos.

Procesos judiciales

Como parte del funcionamiento de cualquier empresa, el originador está sujeto a acciones judiciales producto de demandas de trabajadores, clientes, entre otros. La entidad debe dar un seguimiento continuo a dichos procesos, evaluando el posible impacto que ellos pudieran producir y tomando las medidas conducentes a cuantificar y controlar sus consecuencias.

Relación con el fideicomitente u originador

Existen factores de dependencia que sólo se tomarán en cuenta como consideraciones de ajuste en las estructuras dependientes, que permitan ajustar el análisis crediticio de la estructura de flujos futuros, cuando la relación existente entre el fideicomitente y la unidad de negocios específica o el proyecto, de donde provienen los ingresos, no logra ser diferenciada por completo.

Clientes

Depender de muy pocos clientes implica que si uno de los clientes dejara de operar con la administradora esta podría verse avocada a una drástica disminución en ventas. Para medir la concentración de clientes, se calcula el IHH para los primeros 10 clientes de la empresa en base a los ingresos generados.

Posicionamiento

La administradora debe tener una participación de mercado que la ubique entre los principales participantes en este segmento, lo que asegura una eficiente administración de sus operaciones.

Experiencia

Parte importante en el manejo de los instrumentos que se analizan lo constituye la experiencia que la administradora o sus principales ejecutivos tengan en la gestión de estos instrumentos.

Adicionalmente, si los documentos legales lo permiten, el equipo de análisis evaluará la facilidad y el proceso de sustitución de la administradora.

PERFIL ESTRUCTURA

Esta sección establece la evaluación a la que se someterán las estructuras dependientes.

El perfil de la estructura tiene una ponderación global del 30% dividido en 10% para la estructuración legal, 10% para la generación de flujos y 10% para las garantías.

La estructura se analiza desde el punto de vista legal y desde el punto de vista financiero.

El flujo de los ingresos se construye siguiendo su tendencia histórica o la tendencia histórica de las variables que los determinan y la información de los proyectos en los que estará involucrado el fideicomitente.

Los resultados del análisis financiero en el escenario base, dado por el estructurador, se comparan contra un escenario de estrés generado por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. El escenario de estrés incorpora la máxima caída posible que las variables que determinan el ingreso puedan soportar; permitiendo en todo momento que la estructura cumpla con sus obligaciones financieras.

El objetivo del análisis bajo un escenario de estrés es determinar el límite en el que una reducción adicional de las variables que generan los ingresos provocaría una situación de incumplimiento en el pago de la deuda. El cálculo de esta métrica se realizará considerando hasta el último periodo en que se liquide por completo la deuda. Una vez que el equipo de análisis ha determinado los resultados de los escenarios base y de estrés, se calculan los ingresos futuros esperados. Posteriormente, se medirá la diferencia existente entre ambos resultados.

1.-Estructuración Legal

La opinión legal no evalúa la capacidad de generar ingresos del activo, ni la capacidad del activo para servir a la deuda y no buscará identificar riesgos operativos. Para que se pueda otorgar la calificación, la opinión debe establecer algunos criterios, entre los que destacan:

Legalidad

Esto implica que los documentos de la transacción sean obligaciones válidas y jurídicamente exigibles para sus partes y que cumplan con la legislación aplicable.

Transferencia de dominio

El contrato de cesión y la lista inicial de derechos cedidos deben estar inscritos en la instancia correspondiente al tipo de activo; también se deberán detallar los mecanismos para la cesión de derechos de cobro, tanto de la lista inicial como de las listas subsecuentes que serán transferidos al fideicomiso para formar parte de su patrimonio. Si los deudores no son notificados adecuadamente, se

deberá revisar que existe la cesión a pesar de afectar la oponibilidad frente a terceros.

Patrimonio independiente y de propósito exclusivo

El patrimonio del fideicomiso debe ser independiente al patrimonio del fideicomitente y/o del fiduciario. En caso de que estas figuras enfrenten algún evento de insolvencia o reorganización, sus acreedores no podrán ejecutar reclamación alguna sobre los derechos de cobro cedidos.

Es importante mencionar que estos son los requisitos mínimos que se espera sean incluidos en la documentación legal y que sean objeto de la opinión legal; sin embargo, será evaluada bajo su contexto:

- Contrato de fideicomiso.
- Contrato de Cesión de Derechos de Cobro (cuando aplique).
- Contrato con el agente de manejo.
- Documentación de los activos financieros.
- La Ley del Mercado de Valores vigente a la fecha de emisión de deuda.
- La Codificación de Resoluciones Monetarias, Financiera, de Valores y Seguros.
- El Código de Comercio.
- Cualquier otro documento que el despacho jurídico considere conveniente.

2.-Generación de flujos

En el análisis se establece la cascada de pagos, los fondos previstos, las garantías y diferentes requerimientos y/o restricciones que cada estructura contemple en función de lo planteado en la estructuración.

Se determinan las variables que afectan la eficiencia operativa de la estructura, incluyendo la capacidad de cumplir con los niveles de generación de flujo. La eficiencia operativa, dependiendo de la naturaleza de la estructura, será determinada por diferentes factores tales como la capacidad de la maquinaria para mantener los niveles de producción, la cantidad de asientos en un medio de transporte o de locales en un centro comercial, el nivel de ocupación de los mismos, la tendencia de las ventas, la demanda del cliente sobre el producto o servicio, el volumen de ingresos generados, la capacidad de mantener la calidad en el servicio, la factibilidad para controlar o aumentar tarifas, la frecuencia de trayectos o de envíos, la capacidad para mantener costos bajos, entre otros factores. Las características por evaluar podrán ser diferentes en cada tipo de estructura. La diversidad de estas variables refleja la heterogeneidad de los proyectos que podrían ser objeto de calificación utilizando esta metodología. En el caso de proceso de titularización de cartera también se puede utilizar la misma metodología, al entenderse que es cartera con recurso.

Capacidad de generar flujos

Derivado del comportamiento de estas variables, se obtiene la capacidad de generar flujos por parte del originador y en consecuencia los ingresos esperados para el pago del servicio de la deuda.

Paralelamente, se proyecta el servicio de la deuda de acuerdo con las características de la estructura, las cuales incluyen variables como: la tasa de interés, el mecanismo de amortización, la constitución de los fondos de reserva, la contratación de garantías de pago oportuno, la cascada de pagos, el pago de impuestos y contraprestaciones.

La proyección de todas las variables, económicas y financieras, relevantes para la estructura se realiza considerando todo el plazo de la operación hasta su vencimiento legal. Sin embargo, la fecha de liquidación total de la deuda podría ser diferente a la fecha de su vencimiento legal en el caso de estructuras que permitan pagos anticipados de capital.

En caso de contar con un historial de operación significativo, las proyecciones de las variables relevantes, y su estrés, tomarán como referencia su desempeño histórico.

También se considerarán aquellas características de la estructura que tengan como función principal la reducción del riesgo de liquidez, se analizará la forma en que se constituyen los distintos fondos de reserva, así como los mecanismos para ser restituidos tras su uso. Las características de estos fondos serán precisamente las que podrían, en situaciones de estrés económico y financiero, proveer a la estructura de liquidez adicional para poder cumplir con sus obligaciones financieras. Bajo estas circunstancias, el equipo de análisis revisará posteriormente el restablecimiento de su saldo objetivo.

Derechos de cobro sobre ventas esperadas

Se analiza la estructura legal de la cesión de los derechos de cobro y la forma en la que éstos se efectivizan desde el fideicomiso respectivo.

Evaluación matemática, estadística y actuarial

Se analiza la razonabilidad de los flujos proyectados en bases matemáticas y estadísticas y de ser del caso actuariales.

Cumplimiento Proyecciones

Las revisiones posteriores a la primera calificación contemplan el cumplimiento de las proyecciones frente a los datos reales.

Punto de equilibrio

Se analiza la determinación del punto de equilibrio por parte del estructurador para iniciar el proceso de titularización.

3.-Garantías

Las garantías constituyen una parte medular en la calificación de titularizaciones de estructuras dependientes por cuanto son mecanismos que aseguran al potencial inversionista que en el caso de que la estructura no pueda responder a los pagos correspondientes existen medio que permitirán un pago rápido y sin inconvenientes. En este sentido, la cobertura del índice de desviación de los flujos proyectados es fundamental y para ello existe por una parte la garantía solidaria del originador, una garantía real que cubre más que el total adeudado y variados mecanismos de garantía de los que el estructurador puede escoger para respaldar la estructura.

Índice de desviación

Una vez realizada la evaluación matemática, estadística y actuarial de los flujos proyectados de

acuerdo con lo señalado en párrafos anteriores, la metodología analiza el índice de desviación de dichos flujos y se cerciora de que las garantías constituidas cubran al menos 1,5 veces el valor de dicho índice. De igual forma, se analiza el monto y la calidad de dichas garantías frente a cualquier otra siniestralidad que haya surgido del análisis.

Garantía solidaria del originador

En el caso de titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas se analiza la validez legal de la garantía solidaria del originador y la calidad e idoneidad de la garantía específica que cubra el monto en circulación de la emisión.

Garantía Real

Para los procesos de titularización de flujos futuros de fondos de ventas futuras esperadas, en los que se opte por constituir una garantía real que cubra al menos el ciento veinte y cinco por ciento del monto total emitido y no redimido, esta garantía no podrá ser un fideicomiso de flujos futuros

Mecanismo de garantía

La metodología contempla el análisis de los mecanismos de garantía que deben constituirse de acuerdo con la normativa. Dependiendo del proceso de titularización, el equipo de análisis se cerciorará de que esté constituido al menos uno de los siguientes mecanismos de garantía:

- Subordinación de la emisión. Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos a los que se imputarán hasta

agotarla, los siniestros o faltantes de activos. A la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.

- **Sobrecolateralización.** Consiste en que el monto de los activos fideicomitidos o entregados al fiduciario exceda al valor de los valores emitidos en forma tal que cubra el índice de siniestralidad.
- **Exceso de flujo de fondos.** Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que, de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, se proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.
- **Sustitución de activos.** Consiste en sustituir los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.
- **Contratos de apertura de crédito.** A través de los cuales se disponga, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para

atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.

- Garantía o aval. Consiste en garantías generales o específicas constituidas por el originador o por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.
- Garantía bancaria o póliza de seguro. Contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.
- Fideicomiso de garantía. Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

Además, podría existir una garantía adicional sobre un porcentaje del pago del servicio de la deuda o del saldo insoluto de la misma, así como contratos de coberturas y/o intercambio de tasa de interés. Esto podría representar una mejora crediticia para la operación estructurada. Las garantías contratadas deberán incorporarse, siempre que sea posible, al análisis cuantitativo. De esta manera, el efecto que pudieran tener sobre el nivel de liquidez y solvencia

de la estructura estará completamente incorporado en el cálculo.

El equipo de análisis incluirá las características financieras de la garantía, como son el monto cubierto o expuesto, el monto disponible, la capacidad de revolvencia, el lugar que ocupa dentro de la prelación de pagos, el nivel de contraprestación, el plazo para liquidarla, la calificación crediticia del garante, entre otros.

Por último, el equipo de análisis evaluará la capacidad del garante para cumplir con su compromiso frente a la deuda.

Una vez que el equipo de análisis ha determinado la proyección del ingreso o las variables relevantes, se procederá a aplicar reducciones al ingreso o a estas variables con el objetivo de obtener la máxima reducción que la estructura es capaz de soportar antes de que se provoque un incumplimiento de pago.

PERFIL DE AJUSTE

Una vez realizado el análisis, el siguiente paso es evaluar el impacto de otras características cualitativas sobre el resultado. Es importante mencionar que el impacto podría ser en ambos sentidos.

Entre las principales consideraciones que se pueden presentar en una estructura de flujos futuros y en los que se pondrá atención son:

Riesgo de operación

En el análisis financiero se procurará incluir todos los factores operativos de la estructura. Los riesgos de operación tendrán mayor relevancia en las estructuras independientes, debido a que en las estructuras dependientes este riesgo estaría ligado a la evaluación previa del fideicomitente.

Dentro de los aspectos que pueden considerarse, se encuentran la dificultad de proyectar los ingresos sin contar con una base histórica suficiente, la experiencia y la calidad del operador o administrador, la situación de la concesión (si existiera), así como cualquier otro aspecto operativo que resultara relevante.

Riesgos exógenos y eventos extraordinarios

El equipo de análisis considerará, la vulnerabilidad del proyecto ante eventos de caso fortuito o fuerza mayor. Dentro de éstos se consideraría, por ejemplo, el impacto que podría tener sobre el activo la aparición de una competencia directa para el proyecto o la línea de negocio, así como eventos meteorológicos, desastres naturales, manifestaciones, afectaciones por decisiones políticas y la factibilidad con la que los seguros podrían cubrir los daños y pérdidas.