

METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN PARA FINANZAS ESTRUCTURADAS - TITULARIZACIONES

1. Definición de Titularizaciones

Las titularizaciones o finanzas estructuradas descansan en un conjunto de activos que generan flujos de caja suficientes y mecanismos de cobertura (*credit enhancement*) para pagar las obligaciones financieras a los inversionistas de manera completa y puntual. Las finanzas estructuradas cubren toda la gama que va desde las emisiones de bonos municipales respaldadas por cartas de crédito (en las que el financiamiento se estructura de tal manera que el inversionista puede confiar en la calidad crediticia del proveedor de la carta de crédito) hasta financiaciones respaldadas por ingresos de empresas del sector real, por ingresos derivados de activos del sector agropecuario, y por activos del sector financiero como créditos bancarios (comerciales, hipotecarios y de consumo), facturas y títulos valores, entre otros.

Una titularización puede ejecutarse de diferentes maneras: (i) con una transferencia real de un conjunto de activos o de los derechos derivados de la propiedad de los activos a un patrimonio autónomo, que emite la deuda respaldada por el mencionado conjunto de activos (ii) una obligación del originador en la forma de “bonos cubiertos” donde (en el caso en que el emisor sea intervenido por un ente regulador) los inversionistas están respaldados por un conjunto de hipotecas o garantías en posesión del originador, sin transferencia de ningún activo a un patrimonio autónomo, o (iii) una titularización sintética donde en lugar de una transferencia real de cuentas por cobrar hay una simple transferencia de riesgo a un “pool de referencia” de activos que define el riesgo que se transfiere pero que no son fuente de ninguna obligación, incluyendo el servicio de la deuda.

2. Metodología

En el análisis de titularizaciones BRC Investor Services se concentra en determinar la probabilidad de recibir el pago contractual de intereses y capital de manera oportuna y predecible.

Para determinar la calidad crediticia de un financiamiento estructurado en el cual se titularizan “activos existentes”, habitualmente es necesario equilibrar la importancia de tres factores claves: calidad del activo subyacente y los flujos de caja asociados junto con los mecanismos de cobertura; la calidad crediticia del originador/administrador; y la estructura legal inherente a los procesos de titularización.

2.1. Calidad del activo subyacente, los flujos de caja asociados y mecanismos de cobertura

La calidad del conjunto de activos subyacentes es un factor de riesgo crítico, ya que determina la calidad del flujo de caja disponible para pagar el servicio de la deuda y las demás obligaciones de la titularización. Se evalúa en primer lugar la probabilidad de que los activos titularizados generen los fondos suficientes para repagar las obligaciones en los plazos previstos en la emisión. Luego, las debilidades de los títulos o de los activos a titularizar, examinando las protecciones o coberturas existentes. Finalmente, se estima la probabilidad de pérdidas causadas por cualquier evento (de negocio, político, regulatorio o económico), así como la probabilidad de pago tanto de capital como de intereses a los inversionistas bajo distintos escenarios de stress.

En el análisis de activos subyacentes referidos a cartera o préstamos, la evaluación comienza con los estándares de suscripción y los procesos que emplea el prestamista para originar los créditos, a través de una red de oficinas, sucursales, referidos, publicidad, etc. Se presta atención particular a los estándares de otorgamiento de crédito (tales como el ingreso del prestatario, verificación de referencias, análisis de otras deudas, etc.). Si los créditos se suscriben fácilmente sin verificación de información, análisis de capacidad de pago, etc., la probabilidad de no pago del crédito (*default*) aumenta.

Para evaluar la fortaleza de la emisión en términos de la seguridad del pago de intereses y capital, considerando la probabilidad de incumplimiento de cualquiera de las partes que intervienen, es necesario empezar con un detallado análisis de:

- ✓ Prospecto de emisión, contrato de fiducia y demás documentación legal asociada a la estructura con el fin de conocer cada uno de los procedimientos que sigue la fiducia y cómo está establecida la prioridad de pagos.

En algunas ocasiones la Calificadora solicita el concepto de un abogado independiente que permita identificar los riesgos legales a los que está expuesta la estructura.

- ✓ Constitución del patrimonio autónomo (Existencia y representación legal de los fideicomitentes, autorizaciones corporativas para su constitución y contrato de fiducia).
- ✓ Agentes que intervienen en el proceso de titularización, estabilidad en el largo plazo y compromiso con la estructura.
- ✓ Pólizas de seguros.
- ✓ Existencia de series dentro de las emisiones y la cobertura para cada una de ellas en términos del respaldo del activo subyacente, así como claridad sobre su subordinación y forma de pago, teniendo en consideración su oportunidad en el tiempo (*Timely Payment Basis* o *Ultimate Payment Basis*)¹.
- ✓ La prioridad de pagos, el conjunto de compromisos (covenants) que dictan el orden de pagos de intereses y de capital y la asignación de pérdidas entre los inversionistas.
- ✓ Mecanismos de cobertura (Fondos de reservas, colaterales, sobrecolaterales, garantías parciales, etc.)

Los factores que se consideran al determinar la calidad de los activos subyacentes en las titularizaciones incluyen entre otros:

- ✓ Naturaleza (características) del activo subyacente, incorpora análisis de industria.
- ✓ Historial de generación de flujos del activo subyacente.
- ✓ Riesgos a los que se encuentra expuesto el activo, tales como de demanda, de tasa de cambio, regulatorio y de volatilidad del precio, entre otros.
- ✓ Idoneidad del personal involucrado en el manejo y administración del activo subyacente
- ✓ Especificaciones técnicas respecto a la calidad del activo

Otro elemento importante en el contexto de una transacción de finanzas estructuradas o proceso de titularización es la necesidad de determinar y medir la protección disponible (*credit enhancement*) presente en la transacción. Estos mecanismos pueden ser:

- ✓ Fondos de reserva².
- ✓ Sobrecolateralización.
- ✓ Subordinación de deudas.
- ✓ Garantías adicionales (Por ejemplo cartas de crédito)
- ✓ Garantías parciales (emitidas por entidades o gobiernos) o depósitos en efectivo.
- ✓ Recursos del originador/prestamista que respalden la obligación.
- ✓ Compromisos de liquidez mediante fondos de reserva u otros mecanismos.
- ✓ Una combinación de los anteriores.

Igualmente, se analiza si los mecanismos de cobertura (*credit enhancement*) en la transacción serán suficientes para dar seguridad del pago de intereses y capital de la emisión. El nivel de *credit enhancement* requerido para diferentes calificaciones de riesgo reflejará la calidad del activo subyacente y el nivel de pérdidas que se espera se puedan generar. Además de los mecanismos internos de cobertura contemplados en la estructura de la emisión, se evalúan las garantías externas proporcionadas por organismos multilaterales, la Nación y/o entidades privadas.

La habilidad de la transacción estructurada para resistir pérdidas se calcula a través de una variedad de pruebas de flujo de caja -- el "caso base" referencia para calcular un nivel de protección contra pérdidas y otras pruebas de tensión -- basadas en las características del conjunto de activos y otros supuestos para calcular el nivel de protección contra pérdidas necesario para la calificación objetivo.

¹ La metodología *Ultimate Payment Basis* busca establecer la capacidad de repago de una obligación, más no su oportunidad. Por el contrario, el *Timely Payment Basis* Análisis evalúa y pondera la capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas.

² Los fondos de reserva (establecidos a partir de la emisión misma o por medio de portafolios adicionales de instrumentos líquidos) le imprimen a la estructura una mayor solidez al mejorar el perfil crediticio de los títulos. Estos fondos pueden estar pre-constituidos y/o reaprovisionados reteniendo los excedentes de ganancias de intereses sobre el conjunto de activos colaterales, requeridos para pagar los costos, gastos y los intereses de los inversionistas. Cuando hay un exceso de reserva disponible, la estructura de la titularización debe asegurar que alguna parte del exceso de la reserva sea: (i) retenido en la transacción para cubrir potenciales moras y pérdidas y, (ii) entregada al originador sólo al final de la transacción, luego de que se les haya pagado la totalidad de sus derechos a todos los inversionistas y a los otorgantes de garantías.

Igualmente, la Calificadora realiza análisis y pruebas de tensión sobre las principales variables que influyen en el comportamiento del flujo de caja de la estructura y se observan sus incidencias sobre el flujo de caja de la titularización y sobre los indicadores de cobertura. A partir de la información histórica de las variables es posible determinar el adecuado o limitado desempeño y sostenibilidad de la estructura en el tiempo. Una titularización que haya mostrado un comportamiento histórico estable y positivo presentará una mayor probabilidad de cumplir adecuadamente sus obligaciones con los inversionistas.

Adicionalmente, la calificadora evalúa la capacidad operativa, metodológica y tecnológica del estructurador, así como sus fortalezas y experiencia en el mercado. Se pondera la accesibilidad, disponibilidad y oportunidad de la información generada por el originador, el estructurador y el agente de manejo no solamente en el momento de la emisión sino la garantía de que los datos estarán disponibles durante todo el tiempo de la emisión.

Con el propósito de determinar la probabilidad de que los activos titularizados generen los fondos suficientes para repagar las obligaciones en los plazos previstos, BRC también evalúa el comportamiento histórico del flujo de caja derivado de los activos subyacentes y las proyecciones del mismo en un tiempo acorde con el plazo de la emisión. Se establece, adicionalmente un mecanismo de monitoreo permanente (reflejado en las revisiones trimestrales, semestrales y anuales), enfatizando en:

- ✓ El desempeño del activo titularizado en general, con el fin de determinar tendencias y asegurar los recursos suficientes para el pago de las obligaciones de la titularización.
- ✓ El comportamiento de los ingresos, gastos, pagos de capital e intereses, y su consistencia conforme a los proyectados inicialmente.
- ✓ La incidencia de otros factores, internos y externos, que puedan afectar el adecuado repago del capital y los intereses de la deuda.
- ✓ Condiciones de mercado que afecten el desempeño del activo titularizado.

2.2 La calidad crediticia del originador/administrador

Inicialmente BRC busca familiarizarse con la estructura organizacional del originador, historia, plan estratégico y cambio de orientación a través del tiempo, así como sus principales logros, experiencia de los ejecutivos y tecnología informática. En los casos de titularizaciones en donde el activo subyacente ha sido mayoritariamente aislado del originador (por ejemplo en el caso de las titularizaciones de cartera de créditos) es necesario realizar un análisis más profundo sobre el administrador de la emisión.

Para llevar a cabo una revisión global del originador y / o del administrador se incluyen, entre otros, aspectos tales como:

- ✓ Organización: historia y crecimiento, organigrama, objetivos estratégicos y metas alcanzadas en los últimos tres años.
- ✓ Estados financieros auditados de tres años anteriores, con informe del revisor fiscal.
- ✓ Proyecciones financieras de estados financieros y flujo de caja.
- ✓ Análisis de los modelos de proyección financiera y pruebas de tensión.
- ✓ Organización y criterios de selección de la cartera en el caso de titularizaciones de cartera: se revisa el comportamiento histórico teniendo en cuenta su consistencia con los lineamientos establecidos con respecto a tipo de cartera, distribución geográfica, proceso de aprobación, garantías exigidas, tasas de interés, políticas de prepago, refinanciación.
- ✓ Esquema de comisiones acordadas por procesos de administración.
- ✓ Límites de exposición y políticas sobre seguros.
- ✓ Procesos de Cobranzas. Frecuencia de monitoreo, controles y auditorías, y revisiones de la alta gerencia.
- ✓ Recursos tecnológicos y operativos que respaldan los procesos de titularización.
- ✓ Sistemas de Información Gerencial que permitan el seguimiento constante del volumen de operaciones que respaldan la titularización y su desempeño.
- ✓ Calificación de riesgo.

Cabe anotar que los originadores deben contar permanentemente con la información detallada respecto al estado del activo subyacente. La insuficiencia o retraso de la información es un factor que incrementa el riesgo de los inversionistas ya que limita el análisis adecuado y completo de la situación real de la emisión.

Igualmente, BRC evalúa la calidad y experiencia del agente de manejo de la emisión. En las finanzas estructuradas, un agente de manejo es una institución generalmente financiera que tiene un deber de supervisar, administrar y mantener los activos del patrimonio autónomo, llevar a cabo todas las acciones necesarias para cumplir los objetivos del patrimonio autónomo de acuerdo con las leyes aplicables y la documentación legal pertinente para la emisión; Supervisar que se cumplan todas las obligaciones fiscales generadas por la operación del patrimonio autónomo; y proveer reportes a los tenedores de deuda. En el análisis de la calificadora se revisa principalmente:

- ✓ Aspectos fundamentales, tales como razón y objeto social, historia de la sociedad, causales de disolución, capital y reserva legal.
- ✓ Aspectos administrativos y financieros, tales como organización administrativa, situación de subordinación y estados financieros de los últimos tres años fiscales.
- ✓ Experiencia, principalmente en este tipo de transacciones.

2.3. Estructura legal

La calificadora evalúa la estructura legal de un proceso de titularización, así como sus cambios a través del tiempo, con el fin de determinar posibles vacíos o cláusulas que puedan generar riesgos sobre la estabilidad de los flujos generados por el activo subyacente. Las agencias calificadoras juegan un papel importante en controlar y revisar los riesgos legales y de documentación. En este sentido, se tienen en cuenta los términos y condiciones de los diferentes acuerdos y contratos involucrados en el proceso, como lo son el prospecto de colocación, el contrato de fiducia, el contrato de representación legal de los tenedores de los títulos, entre otros. Así mismo, se realiza un estudio respecto a los posibles riesgos asociados al sistema jurídico legal y a modificaciones en la legislación vigente que pudieran afectar directamente a la titularización o a cualquiera de las partes involucradas.

En este sentido, la Sociedad Calificadora solicita adicionalmente información respecto a:

- Opinión legal independiente sobre el negocio y su estructura, que evalúe si: a) los contratos que soportan la operación reúnen los requisitos de eficacia y validez y las formalidades legalmente exigidas, entre otros; así mismo, si los contratos sean válidos, vinculantes y ejecutables de acuerdo con los términos b) la estructura tiene los elementos suficientes para mitigar los riesgos jurídicos a los que pueda verse enfrentada tales como liquidación, concordato, etc. (este requisito será exigido a discreción de la calificadora). c) Todas las partes involucradas con la transacción tengan el derecho y la autoridad de entrar en la transacción. Luego, BRC Investor Services lleva a cabo revisiones de dichas opiniones legales, que conforman la base de su propia opinión sobre la seguridad de la estructura.
- Modelos financieros que reflejen la dinámica del flujo de caja y de las demás variables cuantitativas que intervienen en el proceso de titularización, los cuales deben guardar consistencia con los términos y condiciones legales de la operación.

Es importante anotar que el marco legal del país puede o no ofrecer una base para la ejecución efectiva de los intereses del título, para el aislamiento del conjunto de activos en caso de bancarrota del originador/administrador, y para la protección de los derechos de los acreedores, etc. Todos estos elementos crean transacciones de finanzas estructuradas legalmente sólidas, pero sus costos asociados pueden ser altos, incentivando a los emisores a eludir estructuras legales sólidas. Con el fin de proteger los intereses de los inversionistas es necesario garantizar que las estructuras legales sean sólidas.

Las protecciones legales para los inversionistas son muy importantes para la creación de mercados de finanzas estructuradas. La insolvencia o bancarrota del originador no debe de ningún modo afectar el pago oportuno del servicio de la deuda a los inversionistas. De ahí que la importancia de la estructura legal sea, en primer lugar, desligar la calidad crediticia de las finanzas estructuradas del riesgo de crédito del originador. La estructura legal debe proveer los medios para aislar a los inversionistas de los efectos de una bancarrota del originador/administrador. Esto se logra habitualmente a través de una "venta real" de los activos subyacentes a un patrimonio autónomo. El patrimonio autónomo, dependiendo de la jurisdicción, puede tomar la forma de un fideicomiso o de una compañía de propósito limitado que a cambio maneja el activo subyacente separadamente para el beneficio de los inversionistas.

Si la transacción bajo consideración involucra una transferencia real de préstamos o ingresos a un patrimonio autónomo, la estructura legal más robusta y comúnmente utilizada es la venta real, confirmada por una firma legal de

buena reputación. En algunas instancias, (i) Un agente regulador/liquidador de una institución o (ii) una promulgación de una ley específica que regule (como en el caso de los bonos cubiertos) que los flujos de caja que se deben pagar a los inversionistas del patrimonio autónomo no se verán afectados en caso de insolvencia de esa institución. Esto equivale a una "venta real" al asegurar que los activos colaterales permanecen disponibles para pagar el servicio de la deuda frente a una situación de bancario, insolvencia o la intervención regulatoria del originador.