

BRC Ratings

A Company of **S&P Global**

METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN PARA FINANZAS ESTRUCTURADAS - TITULARIZACIONES

Metodología | Finanzas Estructuradas | Titularizaciones

Índice

1. Definición de titularizaciones.....	2
2. Metodología.....	2
2.1 Calidad del activo subyacente.....	3
2.2 Riesgos de contraparte y operacional.....	4
2.3 Riesgos legales y regulatorios.....	5
2.4 Mecanismos de flujo de caja.....	6
Artículos relacionados.....	7

METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN PARA FINANZAS ESTRUCTURADAS - TITULARIZACIONES

La metodología de calificación de titularizaciones de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores (en adelante BRC) incorpora factores cuantitativos y cualitativos. Nuestra opinión recae sobre la capacidad y voluntad que tiene el emisor de cumplir con sus obligaciones en tiempo y forma bajo diferentes escenarios.

Las calificaciones se asignan en escala nacional. En todos los casos las emisiones se comparan con otras similares que se hayan emitido en el país y, en algunos casos, con emisiones internacionales del mismo tipo de activos. En este contexto, el análisis de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores considera los aspectos fundamentales de la economía donde se realiza cada emisión.

El punto inicial del análisis es la información que entrega el calificado en las solicitudes de información que realiza la calificadora, los modelos financieros de proyección de la banca de inversión o cliente, los contratos relacionados con la emisión y proyecciones propias de la calificadora en escenarios base y de estrés. Para el desarrollo de la calificación son fundamentales las reuniones que se realicen con cada una de las partes relacionadas con la titularización.

1. Definición de titularizaciones

Las finanzas estructuradas cubren toda la gama de operaciones que pueden ir desde las emisiones de bonos de entidades territoriales hasta financiaciones respaldadas por ingresos de empresas del sector real, y por activos del sector financiero como créditos bancarios (comerciales, hipotecarios y de consumo), facturas y títulos valores, entre otros.

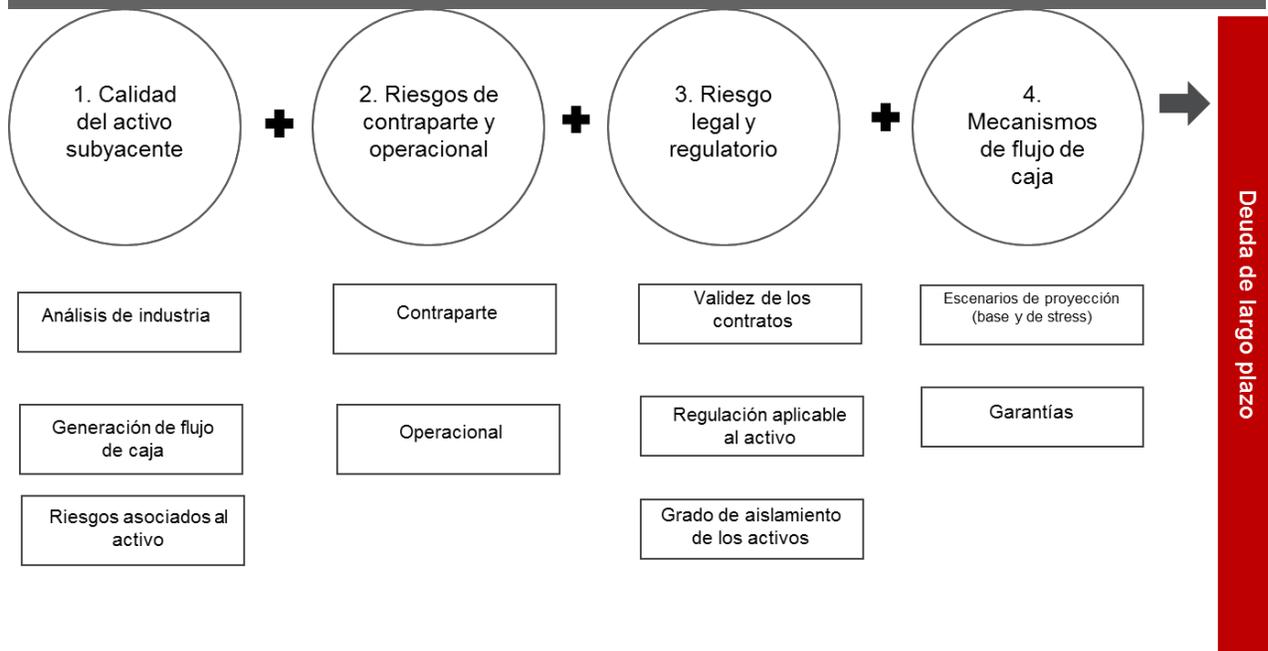
Una titularización puede ejecutarse de diferentes maneras:

- Con una transferencia real de un conjunto de activos o de los derechos derivados de la propiedad de estos a un patrimonio autónomo, quien emite la deuda.
- Mediante 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.
- Por medio de titularización sintética donde en lugar de una transferencia real de cuentas por cobrar hay una simple transferencia de riesgo a un portafolio 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

Para determinar la calidad crediticia de un financiamiento estructurado se consideran básicamente cuatro aspectos:

Gráfico 1
Elementos fundamentales en la calificación de una titularización



Para iniciar el análisis de una titularización BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores toma, como mínimo, los siguientes elementos:

- Documentación legal – Se solicita una versión del prospecto de emisión, del contrato de fiducia y demás documentación legal relacionada con la estructura con el fin de conocer los procedimientos de la fiducia y cómo está establecida la prioridad de pagos.
- Identificación de todas las partes que intervienen en el proceso de titularización, información que permita conocer la calidad crediticia de cada uno de ellos en el largo plazo e identificar los compromisos adquiridos con la estructura.
- Estructura de la emisión – Identificar la existencia de series dentro de las emisiones y la cobertura para cada una de ellas en términos del respaldo del activo subyacente, así como tener claridad sobre su subordinación y forma de pago, teniendo en consideración su oportunidad en el tiempo (*Timely Payment Basis* o *Ultimate Payment Basis*).

Es importante identificar la prioridad de pagos, el conjunto de condicionales o restricciones financieras (*covenants*) que dictan el orden de pagos de intereses y de capital y los mecanismos de cobertura que se hayan definido (fondos de reserva, colaterales, sobrecolaterales, garantías parciales, etc.)

Con la información anterior, la calificadora analiza cada uno de los componentes, así:

2.1 Calidad del activo subyacente

Este 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. Para esto, BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores utiliza la información histórica del desempeño del activo y realiza comparaciones con activos similares.

Adicionalmente, realiza proyecciones para un tiempo acorde con el plazo de la emisión.

Algunos de los factores que se consideran al determinar la calidad de los activos subyacentes en las titularizaciones son los siguientes:

- Naturaleza del activo subyacente, incorpora análisis de industria.
- Historial de generación de flujos de efectivo teniendo en cuenta el comportamiento de los ingresos, gastos, pagos de capital e intereses, y su consistencia conforme a los proyectados inicialmente.
- 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.
- Especificaciones técnicas respecto a la calidad del activo.

Ya que las titularizaciones pueden ser de diferentes activos, la calificadora puede analizar los activos desde diferentes ópticas. Por ejemplo, en el caso de carteras hipotecarias se mide el nivel de pérdida esperada con base en el nivel de incumplimiento según la información histórica; mientras que en las titularizaciones de cuentas por cobrar se analiza el nivel de dilución e incumplimiento.

Nuestra opinión de la calidad de los activos puede cambiar a lo largo del tiempo. Los resultados del portafolio pueden tener modificaciones y estas variaciones podrían revelar un fortalecimiento o el debilitamiento del activo. De ahí la importancia de la vigilancia de la calificadora a cada una de estas emisiones de forma permanente.

2.2 Riesgos de contraparte y operacional

a. Contraparte

De manera general, el riesgo de contraparte se enfoca en las obligaciones de terceros para mantener activos (incluyendo efectivo) o realizar pagos que respalden la calidad crediticia del instrumento. Para esto, son fundamentales el análisis del nivel de exposición de la estructura a la operación de esta entidad y la forma en que está reglamentada su participación o sustitución en caso de urgencia.

Las contrapartes relevantes se definirán teniendo en cuenta las condiciones particulares de cada transacción; no obstante, identificamos tres entidades que participan en la mayor parte de estas emisiones estructuradas: el agente de manejo, el originador y las entidades que brindan mecanismos de mejora (*enhancement*) a la estructura. A continuación, se presentan los aspectos particulares que se analizan para dichas entidades.

Para el caso del agente de manejo se busca establecer su calidad y su experiencia, a través de los factores como los siguientes:

- Razón y objeto social, historia de la sociedad, causales de disolución, capital y reserva legal.
- Organización administrativa, situación de subordinación y estados financieros de los últimos tres años fiscales.
- Experiencia en el manejo de este tipo de transacciones.

- Las políticas de inversión establecidas para la emisión y el impacto que esto pudiese tener en el flujo de caja.

Otra contraparte relevante es el originador, para el que analizamos aspectos como los siguientes:

- 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.
- Experiencia y capacidad en la generación o administración del activo subyacente.

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.

Finalmente, cuando las transacciones incorporan mecanismos de mejora, BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores analiza la contraparte que las emite, revisando elementos como estos:

- El nivel de exposición de la transacción a cada una de las contrapartes involucradas.
- El impacto sobre la titularización en caso de insolvencia o incumplimiento de la contraparte.
- La posibilidad de reemplazo de las contrapartes involucradas y los mecanismos establecidos en estos casos.
- En el caso puntual de instrumentos financieros, se analizar la calidad crediticia de los bancos que emitan instrumentos financieros que fortalezcan la emisión.
- En caso de que dentro del mecanismo de mejora se haya definido un colateral de garantía, se debe establecer la suficiencia del monto de dicho colateral y la capacidad de ejecutarlo en casos de incumplimiento.

b. Operacional

Por su parte, el riesgo operacional identifica la posibilidad de que alguna de las partes que participa en la transacción pueda no tener capacidad o voluntad de cumplir con sus obligaciones durante la vida de la emisión. Para esto se analiza cómo impactaría el flujo de caja cuando cada una de las partes, por separado, deja de prestar sus servicios, cómo se solucionaría este problema, cuánto tiempo tomaría y el costo y si existen mecanismos de cobertura para esto.

Dentro de los aspectos que se analizan en el riesgo operacional se encuentran las políticas y procedimientos definidos para el rol específico que desarrolle en la transacción (ej: originación, cobro de cartera, verificación de facturas, etc.), sus fortalezas y debilidades en relación con sus pares y su efectividad en la ejecución de dichos procesos. Finalmente, es relevante analizar los diferentes mecanismos de la transacción para un eventual reemplazo del administrador.

2.3 Riesgos legales y regulatorios

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. 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. Asimismo, se analizan aspectos como el sistema jurídico y las modificaciones en la legislación vigente que pudieran afectar directamente a la titularización o a cualquiera de las partes involucradas.

Para tener una mayor comprensión de los riesgos legales BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores recurre a la opinión de un abogado independiente que revise el negocio y su estructura. Para esto solicitamos la revisión y dictamen sobre si: a) los contratos que soportan la operación reúnen los requisitos de eficacia y validez y las formalidades para que sean legales, vinculantes y de obligatorio cumplimiento según la regulación aplicable; b) la estructura cuenta con elementos suficientes para mitigar los riesgos jurídicos a los que se pueda enfrentada, como liquidación, concordato, ley de quiebra o intervención administrativa, etc. (este requisito se exigirá a discreción de la calificadora). c) Todas las partes involucradas con la transacción tienen el derecho y la autoridad de participar en la transacción y sus funciones son claras.

La insolvencia o bancarrota del originador no debe afectar el pago oportuno del servicio de la deuda a los inversionistas. De ahí que la importancia de la estructura legal permita 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 o 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.

2.4 Mecanismos de flujo de caja

Esta sección considera el análisis de la estructura financiera que tenga la operación y los mecanismos de flujo de caja. Con base en el modelo financiero que presenta el cliente, BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores realiza un análisis detallado de cada uno de los supuestos y la sustentación de las variables que están incluidas con el fin de concluir si los recursos son suficientes para pagar a tiempo tanto los intereses como el capital una vez que se han cubierto los costos de la transacción.

También consideramos la existencia de los siguientes factores:

- Fondos de reserva
- Porcentaje de sobrecolateralización
- Subordinación de las 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.
- Cobertura de flujo de Caja/Servicio de la deuda (escenario base, escenario estresado)

Cada uno de estos factores se puede considerar de forma independiente o una combinación de los anteriores. La ponderación de estos los mecanismos de cobertura (*credit enhancement*) en la transacción serán suficientes en la medida que garanticen el pago de intereses y de capital de la emisión. El nivel de mecanismos de cobertura requerido para diferentes calificaciones de riesgo

dependerá de la calidad del activo subyacente y del nivel de pérdidas que se proyecte 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 o entidades privadas.

La habilidad de la transacción estructurada para resistir pérdidas se calcula a través de varias de pruebas de flujo de caja: la primera es un caso base en el que se supone que el comportamiento de cada una de las variables es el esperado, con niveles de tasa de interés vigentes en el momento de la evaluación y condiciones de pago pactadas. La segunda son las 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 tendrá mayor probabilidad de cumplir adecuadamente sus obligaciones con los inversionistas.

Artículos relacionados

- Escala de calificación emisores de deuda de largo y corto plazo.

La presente metodología fue aprobada por el Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores y es utilizada únicamente por BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores en el proceso de calificación de riesgo en escala nacional.

Fecha de aprobación por Comité Técnico: 10 de diciembre de 2009

Acta de Comité Técnico: 212

Fecha de actualización por Comité Técnico: 20 de diciembre de 2019

Fecha de publicación en página web: 26 de diciembre de 2019

Acta de Comité Técnico: 1683