




Fecha de emisión: Noviembre 10, 2017	Vigencia: Noviembre 15, 2017	Código: PCR-SV-MET-P-054	Versión: 02	Página: 1 de 7
---	---------------------------------	-----------------------------	----------------	-------------------



## Metodología de calificación de riesgo de títulos de flujos futuros corporativos titularizados (El Salvador)

Concepto	Nombre y apellido – Cargo	Firma	Fecha de firma
Elaborado por	Jorge A. Enríquez Jefe de Metodologías	 jea	Noviembre 05, 2017
Revisado por	Ximena Redín Jefe de Análisis y Control de Calidad		Noviembre 10, 2017
Aprobado	Oscar Jasauí Presidente Ejecutivo		Noviembre 10, 2017

Título: Metodología de calificación de riesgo de títulos de flujos futuros corporativos titularizados (El Salvador)	Código: PCR-SV-MET-P-054	Versión: 02	Página: 2/7
---	-----------------------------	----------------	----------------

## Índice

<b>1. Objetivo .....</b>	<b>3</b>
<b>2. Alcance.....</b>	<b>3</b>
<b>3. Definiciones .....</b>	<b>3</b>
<b>4. Condiciones básicas.....</b>	<b>4</b>
<b>5. Condiciones específicas .....</b>	<b>4</b>
Principales factores de análisis.....	4
Calificación .....	4
Análisis del flujo de caja .....	5
Factores Cuantitativos.....	5
Riesgo del producto .....	6
Escenario Base.....	6
Métricas de deuda.....	6
Categorías de calificación .....	7

Título: Metodología de calificación de riesgo de títulos de flujos futuros corporativos titularizados (El Salvador)	Código: PCR-SV-MET-P-054	Versión: 02	Página: 3/7
--	-----------------------------	----------------	----------------

## 1. Objetivo

Describir los métodos y criterios de calificación de riesgo de flujos futuros corporativos titularizados utilizados por PCR.

## 2. Alcance

El presente instructivo es aplicado en la evaluación de los clientes nuevos y vigentes, por todas las oficinas de PCR. Para cualquier información se puede contactar al correo electrónico [metodologias@ratingspcr.com](mailto:metodologias@ratingspcr.com).

Los títulos de flujos futuros corporativos titularizados es, según definición de PCR, un producto de financiamiento estructurado donde su evaluación y calificación está asociada a la de su patrocinador por lo que la presente metodología debe utilizarse junto a la metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores.

## 3. Definiciones

### Titularización / Titulización

Proceso por el que unos activos financieros, normalmente un conjunto de préstamos a personas físicas, se transforman, desde el punto de vista financiero, en títulos que son vendidos a una compañía especial (emisora) que emite los títulos para su colocación en el mercado secundario. Existen dos clases de títulos emitidos: *pass-through*, cuando no hay modificación del flujo de pago de los activos, o *pay-through* en caso contrario. *E.i.: asset back securities*

### Deudor

Hace referencia a cualquier persona quien esta directa o indirectamente comprometida contractualmente o por otro acuerdo para realizar pagos en todo o parte de las obligaciones del grupo separado de cobros y otros activos financieros. *E.i.: obligor*

### Patrocinador

Es la persona que organiza e inicia una operación de titularización vendiendo o transfiriendo activos, directa o indirectamente, incluso a través de una entidad afiliada, hacia la entidad emisora. *E.i.: sponsor*

### Emisor

Se refiere al fiduciario u otra entidad creada bajo la dirección del patrocinador o el depositante que mantiene o tiene en propiedad el grupo separado de cobro y otros activos financieros y en nombre de quien los títulos, soportados por dichos activos financieros, serán emitidos. *E.i.: issuing entity*

### Deudor en pérdida

Para el propósito de determinar si un grupo separado de cobros y otros activos financieros está en pérdida determinado en las alguna de las siguientes formas: 1) determinado bajo los requerimientos establecidos en el acuerdo de operación para la titularización; 2) bajo las políticas de reconocimiento de pérdida del patrocinador, o de una afiliada del patrocinador que originó el grupo separado de cobros y otros activos financieros o el quien administra dichos activos financieros; y 3) según las políticas de reconocimiento de pérdida establecida por el principal regulador que realiza la supervisión de la entidad (cualquiera de las mencionadas en el punto 2) o la operación de titularización. *E.i.: non-performing*

### Deudor significativo

Es 1) el deudor o grupo de entidades afiliadas deudores del grupo separado de cobros u otros activos financieros que representan el 10% o más del total del grupo separado de cobros u otros activos financieros; o 2) el propietario o grupo de empresas relacionadas propietarios que aseguran el grupo separado de cobros u otros activos financieros que representan el 10% o más del total de grupo separado de cobros u otros activos financieros; y 3) un arrendador o grupo de entidades arrendadoras que representan el 10% o más del total del grupo separado de cobros u otros activos financieros. *E.i.: significant obligor*

### Originador

Las empresas o entidades financieras del cual su negocio origina los grupos separados de cobros u otros activos financieros. *E.i.: originator*

### Apoyo crediticio

Soporte, que puede provenir de uno o más variedades de recursos incluido el originador, que protege al inversionista en una titularización contra pérdidas en los cobros garantizando su inversión. *E.i.: credit enhancement*

### Efecto sustitución

Los ingresos producto de la venta de los títulos son utilizados para pagar la venta a la entidad originadora, produciéndose de esta manera un efecto de sustitución de activos de riesgo por activos libres de riesgo (efectivo).

Título: Metodología de calificación de riesgo de títulos de flujos futuros corporativos titularizados (El Salvador)	Código: PCR-SV-MET-P-054	Versión: 02	Página: 4/7
--	-----------------------------	----------------	----------------

Inclusive cuando se realizan compras adicionales de activos de riesgo con los cobros de los activos de riesgo previamente adquiridos, como resultado se presenta una fuente de financiamiento rotativo (*E.i.: revolving*) para el patrocinador. *E.i.: substitution*

**Patrimonio (autónomo) de propósito exclusivo**

Un vehículo, en variedad de formas societarias legales, establecido con estrictas funciones de cobro y pago. *E.i.: special purpose vehicle (SPV)*

**4. Condiciones básicas**

La calificación incorpora el análisis de la probabilidad del originador de producir y entregar un producto específico a cliente conocidos y asegurar que dichos clientes puedan remitir el flujo de caja generado de las facturas en una cuenta colectora restringida para el originador.

En las titularizaciones corporativas la calificación está determinada por los factores que se consideran en la metodología de emisión de deuda corporativa en el ámbito de la Industria. Se analiza el riesgo de la industria de la corporación, con énfasis en los siguientes aspectos:

- Características de la industria. Análisis de los fundamentos de la industria, si esta se encuentra en crecimiento, maduración, o si es altamente competitiva.
- Sector. Análisis de la competencia macroeconómica, factores que afecten al sector.
- Barreras a la entrada y contexto regulatorio. Sectores que tengan monopolios naturales, sectores que requieran licencias o permisos para operar, sectores donde algunos jugadores tengan el dominio del mercado.
- Vida económica. La habilidad de generar flujos futuros por el tiempo de vida de la emisión. Cambio tecnológicos, nuevos competidores, productos sustitutos.
- Información de la empresa. Estados financieros de la empresa de los últimos 5 años, indicadores de tendencia, estrategia de largo plazo, posicionamiento de la marca, gobierno y recursos humanos, accionistas.

**5. Condiciones específicas**

**Principales factores de análisis**

- Riesgo del desempeño de la empresa: pagar a tiempo los valores titularizados depende completamente de la continuidad en la generación de derechos de pago. El originador debe continuar operando para seguir generando el flujo de caja que será utilizado para el pago del servicio de deuda. Una estructura típica de flujos futuros titularizados provee protección legal a los intereses de los inversionistas en la titularización de los flujos de caja mientras la compañía siga operando.
- Flujo futuro de deuda relativo al balance general.
- El producto: los atributos del producto son tomados en cuenta.
- El deudor: (cliente comprador) Si el riesgo del deudor significativo (mayor comprador) no puede ser mitigado, la calificación de la transacción sería limitado a la calificación del comprador.
- Estructura: se revisa que la estructura provee de una adecuada seguridad a los inversionistas.
- Análisis legal: los derechos de la titularización sobre los pagos.

**Calificación**

En estos casos, generalmente la calificación de la emisión de flujos futuros está por encima de la calificación del originador, luego de considerar la habilidad de la compañía de seguir operando más allá de un incumplimiento general en sus obligaciones y seguir generando derechos de pago durante el plazo de la transacción (*E.i.: going concern*). La calificación dependerá de la composición de los flujos futuros; si existen compromisos de compra por otras empresas, la calificación dependerá en gran medida del nivel crediticio del cliente. Los niveles adicionales de calificación dependerán de la habilidad y voluntad de la institución de mantener operaciones y volúmenes de producción suficiente para generar el flujo de caja para el beneficio del flujo futuro de la transacción.

Título: Metodología de calificación de riesgo de títulos de flujos futuros corporativos titularizados (El Salvador)	Código: PCR-SV-MET-P-054	Versión: 02	Página: 5/7
--	-----------------------------	----------------	----------------

La calificación de riesgo podrá ser mayor de 0 a 6 notches (niveles) con respecto a la calificación del originador, en función del nivel de riesgo de la compañía para continuar operando.

5 a 6 notches (niveles)	La continuidad de la operación después de incumplimiento es muy posible
3 a 4 notches (niveles)	La continuidad de la operación después de incumplimiento es posible y se anticipa.
1 a 2 notches (niveles)	La continuidad de la operación después de incumplimiento es menos probable.

#### **Flujo futuro de deuda relativo al balance general**

Un aspecto importante es la participación que representa la deuda del total de obligaciones del originador. Para que la transacción obtenga la máxima calificación, la deuda que va ser titularizada debe ser pequeña y tener fuerte seguridad con en relación al resto de la deuda del originador.

El ratio de titularización con respecto al total de deuda corporativa determina:

10% - 20%	Máxima calificación
20% - 50%	Entre 1 o 2 notches (niveles)
Mayor al 50%	Igual a la calificación del originador

#### **Cliente**

Cuando tenemos un sólo deudor, la calificación se basará en la calificación de éste. Cuando la transacción incluye a muchos compradores, la operación deberá tener una alta sobre-colateralización para que pueda cubrir las pérdidas o tener mecanismo de sustitución de los clientes que pueda ser usado de soporte en la transacción.

#### **Estructura**

Dependiendo de la estructura de la transacción, el originador puede transferir las facturas directamente al fondo de titularización o a través de una empresa especialmente creada para ese propósito (patrimonio autónomo de propósito exclusivo).

La estructura de financiamiento se espera cuente con cuentas colectoras donde los flujos de cajas deben ser enviados directamente y los excedentes luego retornan al originador. Dependiendo de la estructura, el originador puede transferir las cuentas por cobrar a un fondo de titularización o una empresa creada especialmente para el cobro de los derechos de pago. Asimismo, se puede incluir covenants financieros que apoyen las proyecciones y los niveles de cobertura del EBITDA y del flujo de caja; facilidades de liquidez; restricciones en actividades para realizar otras titularizaciones de activos, repartir dividendos, etc.

#### **Ratio de cobertura de servicio de deuda**

El ratio de CSD de un flujo futuro varía significativamente, dependiendo de las características de la transacción. El ratio se mide como los derechos de pago o ingresos colectados por un periodo específico entre el servicio máximo de deuda. Para el análisis se revisará los últimos 3 años de los ingresos colectados por las facturas.

#### **Recolección**

Se espera que existe un procedimiento de recolección de tal manera de las facturas paguen directamente al fondo de titularización para fondar el pago del servicio de deuda, los excesos son devueltos al originador.

#### **Análisis del flujo de caja**

Se estresará las recolecciones mensuales o trimestrales y el máximo servicio de deuda. En el caso del máximo servicio de deuda se estresará la tasa de interés. En caso de diferencia de monedas se estresará el tipo de cambio.

Para el caso de las recolecciones, se estresará el precio y el volumen, pérdida de los principales clientes (deudores en pérdida), pérdida de participación de mercado, y otros factores relevantes de acuerdo a las características de la transacción.

Finalmente, se analizará los aspectos legales de la titularización, que aseguren la prioridad de los pagos a través de las cuentas colectoras o la empresa especialmente creada para este fin.

#### **Factores Cuantitativos**

En el caso de titularizaciones corporativas el análisis de la calificación se enfoca en el flujo de caja futuro generado por una línea de negocio o toda la compañía; asimismo, la estructura de la emisión se espera este diseñada para recolectar los flujos en una cuenta colectora independiente.

Título: Metodología de calificación de riesgo de títulos de flujos futuros corporativos titularizados (El Salvador)	Código: PCR-SV-MET-P-054	Versión: 02	Página: 6/7
--	-----------------------------	----------------	----------------

La calificación de estas estructuras implica la utilización de la metodología de finanzas estructuradas y emisión de deuda corporativa. Para el análisis de la industria y el negocio se utiliza la metodología de emisión de deuda corporativa, para establecer las proyecciones de flujo de caja y los principales elementos de volatilidad. Asimismo, la calificación incorpora el análisis de la generación del flujo de caja del negocio para remitir flujos de cajas a la cuenta recolectora.

En las titularizaciones corporativas se analizará la información financiera: utilidad, costos operativos, EBITDA y CAPEX para el análisis del flujo de caja y medidas de tensión.

### **Riesgo del producto**

En el análisis del flujo de caja futuro, los atributos del producto son considerados parte fundamental de la estimación. El producto debe ser estable e incrementar su demanda y ser consistente con el flujo de caja proyectado, con pocas probabilidades de obsolescencia. También se analiza:

- La volatilidad del precio y la existencia de contratos de venta futuras.
- Riesgo de la demanda del producto y del mercado.
- Riesgo del precio y “cash cost” de la producción
- Sustitución de productos.
- Capacidad de producción y flexibilidad.
- Riesgo de envío.

Es necesario incluir supuestos de tensión base que varíen de acuerdo a la calificación, en tanto que para las más altas calificaciones serán analizadas bajo un escenario como de “crisis económica”, de modo que se estas soportan este tipo de tensión económica.

Para que una determinada estructura obtenga la calificación de riesgo a la que está optando, deberá ser capaz de poder pagar todas sus obligaciones contractuales, tanto en el escenario normal, sin morosidad ni pérdidas en el valor de las garantías, como en el escenario de tensión asociado a esa categoría de riesgo, sin necesidad de apoyarse en el patrimonio común.

### **Escenario Base**

Se genera un flujo de caja proyectado a partir del modelo utilizado por el emisor o estructurador. Este escenario puede ser ajustado a partir de la información recibida y las expectativas de largo plazo de la industria. Este es el punto inicial para el análisis de tensión. PCR realizará los ajustes a la proyección del modelo del emisor en elementos como los precios, volumen, costos fijos y variables. Los ajustes de PCR se realizarán en función a la experiencia y conocimiento del sector, información histórica y sensibilidad macroeconómica.

Se tensionan los ingresos mensuales o trimestrales y el máximo servicio de deuda, tensionando la tasa de interés de la deuda. Se analiza precio, volumen, pérdida de mercado y otras variables de las características de la transacción.

PCR diseñará uno o más escenarios de tensión en el modelo de flujo de caja. En cada escenario se analizará si el flujo de caja es suficiente para pagar todas sus obligaciones. Asimismo, en el análisis de tensión se incluirán los apoyos crediticios provistos por la estructura de financiamiento que permitan un mejor resultado en los niveles de cobertura y pago de las obligaciones.

El análisis de tensión, es discrecional, teórico y representa sólo una parte del análisis de calificación.

### **Métricas de deuda**

En el análisis se revisará algunas métricas de deuda que se consideran apropiadas para el análisis. Uno de los importantes es la cobertura de deuda proyectada (flujo de caja dividido por el servicio de deuda). También se considerará el apalancamiento del EBITDA.

### **Categorías de calificación**

- Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) <sup>1</sup>

Nivel Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Califica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento.
	DP	Acciones preferentes con atraso en pago de dividendos preferentes.
	E	Corresponde a aquellas acciones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

A las escalas de calificación de instrumentos de financiamiento estructurado se les añadirá como sufijo la letra "e" para resaltar que se trata de instrumento de alta complejidad.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B inclusive. Adicionalmente, las escalas locales serán identificadas añadiendo un prefijo de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> En PCR se tiene establecidos código para cada metodología y categoría de calificación utilizada. Para Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) es PCR-MET-P-520.

<sup>2</sup> La nomenclatura que se utiliza corresponde a la codificación internacional en base a la Norma ISO 3166-1 alfa-2, sistema de códigos de dos letras.