



MANUAL DE CALIFICACIÓN DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS

APROBADO POR EL COMITÉ DE CALIFICACIONES Diciembre de 2015



Índice del Manual

Marco general de las calificaciones de Riskmétrica con relación a los Fideicomisos Financieros.....	1
Aspectos Considerados en la Calificación de Titularizaciones.....	3
Aspectos Cualitativos del Análisis.....	3
Aspectos Cuantitativos del Análisis	4
Calificación Final.....	5
Tendencia de la Calificación	5
Categorías de Calificación.....	6
Bibliografía	8

Marco general de las calificaciones de Riskmétrica con relación a los Fideicomisos Financieros

Este documento describe la metodología que Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos emplea en la calificación del riesgos al que están expuestos un fideicomiso financiero, conocido también como titularización, y la capacidad que éstos tendrían para honrar los títulos de deudas emitidos por los mismos, en base al flujo de efectivo que generarían los activos que conforman el fideicomiso y a las condiciones estipuladas en el contrato fiduciario.

El objetivo de la calificación otorgada por Riskmétrica es medir y calificar los riesgos a los que están expuestos los fideicomisos financieros y la capacidad de pago que tienen para cumplir con las obligaciones pendientes y futuras con sus acreedores, considerando para ello aspectos tanto cuantitativos como cualitativos referentes a la empresa, a la industria a la que pertenece y a la economía en general.

Esta metodología está sujeta a un proceso continuo de revisión y actualización. Esta versión fue aprobada por el Comité de Calificación en sesión de fecha 29 de Diciembre de 2015. Las calificaciones de Riskmétrica están basadas en el cumplimiento de un Código de Conducta y Ética, que recoge los Principios fundamentales que deben regir



las operaciones y actividades de calificación de riesgos de crédito por parte de las empresas de calificación, de conformidad con la International Organization of Securities Commissions (IOSCO), que, en marzo de 2015, emitió el “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” (CRA). Riskmétrica S.A. considera que la correcta aplicación de los Principios del CRA son la base de la aplicación de metodologías específicas de calificación destinadas a entidades u obligaciones en particular.

El ejercicio y contraste analítico que se realiza al efectuar la calificación de riesgos se basa en la vinculación de datos cuantitativos con información cualitativa, de manera a determinar la capacidad de pago de una empresa, la probabilidad de mora o insolvencia del capital e intereses y las características del instrumento, para lo cual, se utiliza información histórica pública, información disponible de otras fuentes y aquella que la compañía aporte voluntariamente, incluyendo los balances que han sido presentados al regulador y supervisor, los que requieren auditoría externa, no siendo responsabilidad de Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos la verificación de la autenticidad de la misma.

La calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad financiera por lo que Riskmétrica no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la empresa de manera voluntaria.

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones y la gestión más adecuada de los riesgos tomados por los acreedores. No obstante, es necesario considerar que diversos factores tanto externos como internos, no considerables en la calificación otorgada por Riskmétrica, pueden llevar a la empresa calificada a la insolvencia.

Riskmétrica asistirá a los inversores y otros usuarios de las calificaciones de riesgo que emite en desarrollar un mayor entendimiento de las calificaciones de riesgo mediante la comunicación abierta de las calificaciones en lenguaje claro y simple, exponiendo, entre otras cosas, la naturaleza y las limitaciones de las calificaciones de riesgo y los riesgos de utilizarlas incorrectamente para hacer inversiones o tomar otras decisiones financieras. Riskmétrica no utilizará o implicará que la regulación y control a que está sujeta por parte de la Comisión Nacional de Valores significa que ésta Comisión apoya o certifica las calificaciones de riesgos que Riskmétrica emite.

Debe entenderse claramente que las calificaciones de riesgo de Riskmétrica son opiniones fundadas, que incluyen evaluaciones subjetivas del Comité de Calificación. Fundadas, puesto que la opinión está basada en un análisis profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Subjetivas, porque no son el resultado de la aplicación de fórmulas rígidas, sino del uso criterioso y experimentado de diversas



técnicas y procedimientos para evaluar los riesgos a los que están expuestas las empresas aseguradoras. La calificación de riesgos nunca es un procedimiento mecánico sino que implica el cuidadoso uso de elementos objetivos como de criterios sistemáticos de evaluación de situaciones complejas, donde la formación y la experiencia de los analistas, evaluadores e integrantes del Comité de Calificación desempeña un papel importante.

Las calificaciones asignadas por Riskmétrica no deben interpretarse como recomendaciones para comprar, vender o mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, ni comprar deudas emitidas por las empresas calificadas que operan en mercados públicos.

Este Manual de Calificación del Riesgos de Crédito de los fideicomisos financieros, debe leerse conjuntamente con el Código de Ética y Conducta de Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos, aprobado por el Directorio de Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos en fecha 24 de setiembre de 2015.

Tanto este Manual de Calificación de Riesgos de Crédito de los fideicomisos financieros, están sujetos a cambios continuos de perfeccionamiento, basados en la acumulación de experiencias concretas de calificación, por lo que deben ser considerados como documentos y técnicas en continuado desarrollo y perfeccionamiento. No obstante, Riskmétrica siempre anunciará públicamente el cambio de su metodología de calificación antes de que surjan efectos sobre la calificación de entidades, emisores de deuda, arregladores, underwriters u obligaciones o bonos.

Aspectos Considerados en la Calificación de Titularizaciones

En el proceso de análisis y calificación, Riskmétrica evalúa aspectos cualitativos y cuantitativos vinculados al fideicomiso que finalmente conducen a determinar la calificación final de la emisión estructurada bajo un contrato fiduciario. Los analistas, team leaders, o miembros del Comité de Calificación podrán aumentar o disminuir la profundidad del análisis conforme a las características de un determinado fideicomiso o titularización. Sin que constituya una lista exhaustiva, se exponen a continuación las pautas y elementos que se consideran a lo largo del análisis.

Aspectos Cualitativos del Análisis

Los siguientes aspectos cualitativos que Riskmétrica considera en su análisis son extremadamente importantes. Estos factores son críticos para observar y evaluar la gestión de resultados y de riesgos del fideicomiso en general, y juegan un papel importante en la evaluación de las fortalezas y debilidades intangibles de una titularización. Una estrecha relación de trabajo con el fiduciario y el fideicomitente es

de suma utilidad para poder realizar una adecuada evaluación de los siguiente factores cualitativos.

a) Composición del Activo de Respaldo

Se evalúa el grado de concentración de los activos que conforman el patrimonio autónomo del fideicomiso, así como el desempeño que han tenido histórica y/o actualmente, conforme a las características de los mismos. En este punto, resulta importante, entre otras cosas, dimensionar los riesgos de los activos fideicomitados, que eventualmente puedan condicionar la generación del flujo de caja necesario para el repago de las obligaciones de la titularización.

b) Análisis del Originador

En el proceso de evaluación de las características del fideicomiso se torna importante analizar al originador de los activos que conforman el patrimonio, en aspectos que guarden relación con el desempeño económico financiero de la empresa en términos de, por ejemplo, los volúmenes de ventas, sus diferentes políticas de gestión, la propiedad y gerenciamiento, y las perspectivas generales de la compañía. Asimismo, se considerará la capacidad del fideicomitente de generar informes financieros/contables de forma periódica, con el respaldo de auditorías externas.

c) Análisis del Agente Fiduciario

Al analizar al agente / administrador fiduciario, Riskmétrica tendrá en cuenta la experiencia que el agente demuestre en este rubro, así como la composición de su estructura organizacional que le permita realizar un seguimiento adecuado a todo lo pactado en el contrato fiduciario, generar reportes en tiempo y forma, y analizar debidamente la evolución presente y futura del fideicomiso y fideicomitente. En este cometido, la calificadora también tendrá en cuenta la calificación de riesgo del agente fiduciario.

d) Estructura de la Emisión

En el cotejo de la estructura de la titularización, se consideran elementos contractuales que otorguen fortalezas a la emisión y mitiguen los riesgos. Asimismo, se tendrán en cuenta las características de las garantías propias o de terceros que otorguen los fideicomitentes y que forman parte del contrato fiduciario.

Aspectos Cuantitativos del Análisis

El análisis cuantitativo tiene como objetivo principal determinar la probabilidad de que los flujos de caja generados por la cartera de activos fideicomitados sean suficientes para pagar los intereses y amortizaciones de la deuda emitida, en las condiciones pactadas en el contrato de emisión.

En definitiva, se debería poder interpretar acabadamente si los ingresos de los activos fideicomitidos, de acuerdo a la calidad de los mismos, permitirían saldar las obligaciones del cronograma de amortizaciones del programa de emisión global.

Es así, que Riskmétrica pretende evaluar los ingresos efectivos estimados de las siguientes originaciones, teniendo en cuenta los mecanismos de seguridad pactados en el contrato de fideicomiso:

- El flujo futuro de activos fideicomitidos;
- Ingresos por liquidación de garantías, cuando corresponda;
- Flujos generados por la manutención de excedentes temporales en el patrimonio autónomo; y
- Otras garantías adicionales, según el caso.

Para los fideicomisos conformados por carteras de créditos o contratos Riskmétrica aplicará medidas de “stress” o tensión. Estas medidas de tensión deberían contemplar escenarios de morosidad acumulada, capacidad de reposición / sustitución de activos con características similares o mayores a los originales, y/o nivel de afectación de la cartera de créditos que respaldan otros compromisos. Para otros tipos de activos fideicomitidos, se aplicarán otras medidas de “stress” según el caso que se esté analizando.

Riskmétrica evaluará las garantías en términos de las valoraciones / tasaciones que existan y/o manifestaciones de bienes en carácter de declaración jurada, y tendrá en cuenta la capacidad de cumplir con las relaciones mínimas de cobertura establecidas en los contratos de fideicomisos.

Calificación Final

La calificación final otorgada a un programa de emisión instrumentado a través de un fideicomiso / titularización sobre resultará de la vinculación de los análisis realizados tomando en consideración los aspectos cualitativos y cuantitativos antes descriptos, y será expresada conforme a las categorías presentadas en “Categorías de Calificación”, más adelante descritas.

Para determinar la calificación del referido programa, el factor relevante será la calificación de la capacidad que tendría el fideicomiso para cumplir con sus obligaciones contractuales considerando, el flujo de caja proyectado de los activos, la existencia y eventual realización de garantías y resguardos, las características del agente fiduciario para gestionar el fideicomiso, entre otros aspectos de relevancia.

Tendencia de la Calificación

Conforme a las perspectivas y expectativas de mediano y largo plazo que Riskmétrica contemple para la calificación otorgada, añadirá una apreciación / opinión acerca de la

“Tendencia” que podría tener en un horizonte de 12 a 24 meses, por los efectos de cambios en los aspectos cualitativos y cuantitativos previamente señalados, así como variables del mercado que podrían afectar al entorno del fideicomiso.

Se utilizarán los siguientes parámetros para indicar la tendencia de la calificación:

- Fuerte (+): Indica que la calificación puede subir.
- Sensible (-): Significa que la calificación puede bajar.
- Estable: Indica que no se visualizan cambios en la calificación.

Por otro lado, Riskmétrica podrá incluir en la perspectiva la frase “en observación” para señalar la posibilidad de que la calificación sea modificada en el corto plazo, esto ante un hecho nuevo y relevante que podría desviar prematuramente el comportamiento esperado de la calificación. Al respecto, Riskmétrica requerirá información adicional y sustancial para el direccionamiento de la calificación asignada, pudiendo modificarla o no conforme a los resultados de la evaluación. Una calificación en observación podrá contemplarse por un periodo máximo de seis meses, tiempo en cual requerirá una confirmación o revisión antes de los 12 meses.

Categorías de Calificación

Conforme a la normativa vigente para las calificadoras de riesgos en Paraguay, respecto a las categorías de calificación a ser utilizadas, Riskmétrica incorpora las siguientes categorías en la emisión de calificaciones para programas de emisiones instrumentados a través de fideicomisos / titularizaciones:

Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.

Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la calificación, y además no existen garantías suficientes.

Para distinguir las calificaciones a escala nacional se utilizará el prefijo “py”.

Riskmétrica incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final del programa de emisión, está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.

Asimismo, cuando en el proceso de calificación el fiduciario o fideicomitente no cumplan con los requerimientos mínimos de información, Riskmétrica podrá asignar la categoría E como consecuencia del análisis previo realizado.

Este Reglamento ha sido aprobado por el Comité de Calificación de Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos, en sesión de fecha 29 de Diciembre de 2015.



Bibliografía

Gustavson, S. y Trieschmann, J. (1995). *"Risk Management and Insurance"*, novena edición, South-Western College Publishing.

International Organization of Securities Commissions (IOSCO), (marzo de 2015). *"Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies"*, (Código de Conductas Fundamentales para Agencias de Calificaciones de Riesgos de Crédito) (CRA).

Manuales de calificación de entidades aseguradoras de otras agencias de calificación de riesgos de crédito del Paraguay.

Martin, Duncan (2008). *"Managing risk in extreme environments"*. Kogan Page.

Ocampos, L.; Ortiz Trepowski, E. y Navarro, B. (1998). *"PARAGUAY: Mercado de seguros y el desarrollo de un mercado de capitales a largo plazo"*, Documento de Trabajo R-337, Red de Centros de Investigación de la Oficina del Economista Jefe Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos (2015). *"Código de Ética y Conducta"* aprobado por el Directorio de la entidad el 24 de setiembre de 2015.

Saloner, G.; Shepard, A. y Podolny, J. (2001). *"Strategic Management"*. John Wiley&Sons, Inc.