

Resumen de la Metodología de Calificación de Riesgo de Títulos de Participación

Introducción

La Titularización es un mecanismo que permite traspasar la propiedad de unos activos a una persona jurídica denominada vehículo de propósito especializado, a partir del cual se emiten títulos respaldados en ellos, los cuales se conocen como “activos subyacentes”. Existen varios tipos de titularizaciones de acuerdo con el activo que se utilice, siendo las más comunes las de cuentas por cobrar, carteras de crédito, activos inmobiliarios, rentas o flujos de caja cuyo comportamiento futuro pueda predecirse, títulos de deuda pública, títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores, etc.

Estos títulos suelen depender exclusivamente, para el repago de capital e intereses, del flujo de caja generado por los activos cedidos al fideicomiso. Por lo tanto, el enfoque de calificación difiere del de una emisión tradicional, en donde se analiza la capacidad de pago de la empresa emisora.

Según la normativa venezolana para este caso sólo se requiere la opinión de una sociedad calificadora de riesgo, contrario a lo que ocurre en la emisión de papeles comerciales u obligaciones, donde se considera necesario que sean dos las calificadoras que se pronuncien.

En adición a los agentes que tradicionalmente participan en la emisión de un título de deuda tradicional, en una titularización generalmente intervienen:

- *Interesado*: es la persona natural o jurídica, de naturaleza pública o privada, propietaria de los activos que van a titularizarse y debe encargarse de realizar todos los trámites necesarios para lograr la autorización de la titularización.
- *Vehículo de Propósito Especializado (VPE)*: definido por la normativa venezolana como cualquier persona jurídica creada con el fin de recibir el activo subyacente, y que a su vez podrá emitir los Títulos de Participación. Por ejemplo, un Fideicomiso o cualquier otra fuente societaria.
- *Administrador* o agente de cobranzas: es la entidad que administra los bienes titularizados y recauda los flujos que dichos bienes generan.

Los principales riesgos que asumen los inversionistas de estos títulos de participación, están asociados a la incertidumbre de futuros pagos (riesgo de repago) y al riesgo en el flujo de caja (riesgo de mora).

Análisis de la Estructura de la Emisión:

El proceso comienza por un paso que es imprescindible para asegurar un mayor éxito en la exactitud de la calificación de riesgo, y consiste en chequear la calidad y validez de la información suministrada por el interesado sobre la empresa y el activo subyacente. En esta fase, se analiza si la información presentada (estados financieros, en caso de ser necesarios; proyecciones; información estadística sobre el activo subyacente,

estructura legal de la emisión e información complementaria) permite predecir razonablemente la capacidad de generación de caja actual y futura.

Debido a la complejidad de una titularización, es importante analizar la estructura planteada con la idea de identificar cuáles son las características más relevantes del activo subyacente, de las personas involucradas y de cómo va a fluir entre esas personas la información, el flujo de dinero y el nuevo activo subyacente, en caso de ser necesario; y así poder detectar las variables críticas que incidirán en el riesgo de la operación.

Se analizan las características generales del activo subyacente (contratos, cartera de créditos, derechos, cuentas por cobrar, etc.), su nivel de atomización por sectores o clientes, políticas de cobranza, morosidad histórica, restricciones legales, sobrecolateralizaciones y garantías, entre otros; de manera tal, que se identifiquen los factores de riesgo que se deben evaluar durante el proceso de calificación.

En los casos en que el interesado se comprometa a sustituir al activo subyacente durante la vigencia de la emisión, es importante evaluar a la empresa, sin necesidad de realizar una calificación exhaustiva de ella (Ver metodologías de calificación de empresas no financieras, instituciones financieras, etc. según sea el caso).

En una titularización, se requiere normalmente un extenso detalle contractual que garantice un traspaso real al VPE de todos los derechos del activo subyacente, así como la verificación que éste se encuentra libre de gravámenes. Surge entonces, el riesgo legal debido a la incertidumbre en el tratamiento general de la operación y en el papel que juegan cada una de las partes en el acuerdo, por lo que los

contratos deben garantizar que los flujos de dinero y las responsabilidades operativas estén especificados claramente y vayan acorde con la estructura planteada.

Adicionalmente, la experiencia del VPE también es analizada, para revisar que pueda ejecutar sus deberes y obligaciones para lograr el pago del principal e intereses a los tenedores de los títulos.

Si un emisor no posee información suficiente o representativa o la información suministrada sea falsa, se le asigna al instrumento objeto de calificación, la Categoría **E**.

Análisis del Activo Subyacente:

En esta fase se evalúa la calidad crediticia del activo, basada en diversas estadísticas de desempeño y en un examen del crédito del originador del activo con la finalidad de proyectar los flujos de ingreso y determinar los niveles de riesgo asociados.

Si el activo subyacente está concentrado en pocos deudores, se debe evaluar cada uno de ellos individualmente, de lo contrario, se deben aplicar criterios estadísticos para evaluar su calidad, tomando como base, entre otros factores, el grado de atomización por montos y por sectores, así como la experiencia crediticia con los deudores.

En el caso en que la estructura de la emisión, obligue al interesado a sustituir activo subyacente en mora o a reponer los que vayan venciendo, es necesario evaluar financieramente al interesado para determinar los riesgos asociados, pero en todos los casos siempre analizamos los antecedentes de la empresa, principalmente sus políticas de crédito, la existencia de manuales, su cumplimiento mediante una revisión aleatoria de algunos expedientes, situación financiera,

perspectivas de negocio y el nivel profesional de sus principales ejecutivos.

La estructura de una titularización debe ser producto de un análisis minucioso de la realidad financiera del emisor, en donde se busca que los ingresos generados por el activo subyacente, calce con la estructura de gastos y pagos de capital e intereses planteados en la emisión. Por ello, es importante analizar los siguientes aspectos:

Flujo de Caja: se construye un flujo de caja que permita identificar los riesgos específicos inherentes a la estructura de pago. Para emitir una calificación, se debe examinar cada estructura y estudiar los efectos de condiciones extremadamente adversas en el flujo de caja. La titularización debe ser capaz de resistir pérdidas superiores a las históricas y a las posibles futuras pérdidas, siendo posible cubrir todas las obligaciones de la emisión de forma completa y puntual. En este punto deben ser tomados en cuenta la existencia de fondos de reserva, los ingresos originados por estos fondos así como el retiro de excedentes permitidos por la emisión.

Riesgo de Mercado: Se refiere a las pérdidas patrimoniales asociadas a cambios en el comportamiento de variables críticas que condicionan los flujos futuros. Para ello, se identifican las principales fuentes de incertidumbre dependiendo del tipo de activo a ser titularizado.

Riesgo de Tasa de Interés: El origen de la rentabilidad del vehículo de propósito especial es la tasa de interés contractualmente acordada y que debe ser pagada por el originador. Esta puede estar basada en una tasa de interés fija o variable, relacionada a una tasa de referencia (es decir, una tasa de interés base). Lo mismo se aplica a los intereses pagados por el VPE a

los inversionistas. En ese sentido se pueden originar las siguientes situaciones:

- (a) Ingresos y gastos por intereses basados en una tasa de interés fija: un cambio en la tasa de interés de referencia podría no cubrir la posición de los flujos de pago del VPE, así como el refinanciamiento de los términos de maduración. En el caso de una falla en los términos de maduración, los riesgos de reinversión pueden surgir dependiendo de los términos de la estructura de las tasas de interés.
- (b) Ingresos por intereses basados en una tasa fija y gastos por intereses basados en una tasa variable: Si la tasa de referencia aumenta, hay un riesgo que el ingreso del VPE no es suficiente para cubrir sus gastos.
- (c) Ingresos por intereses basados en una tasa variable, gastos por intereses sobre una tasa fija: Si la tasa de referencia disminuye, hay un riesgo que el ingreso del VPE no tenga suficiente para cubrir sus gastos.
- (d) Ingresos por intereses y gastos basados en una tasa variable: en el caso donde los ingresos por intereses y los gastos están ligados a diferentes tasas de referencia, hay un riesgo que esa tasa se desarrolle diferenciadamente.

Riesgo Cambiario: Es el originado por las eventuales oscilaciones de los tipos de cambio entre distintas monedas del pool que difieran de la moneda de emisión de los títulos. Es comparable al riesgo de tasa de interés descrita bajo el literal (d) en los casos en los que el ingreso y los gastos están en monedas diferentes y su relación cambia debido a las fluctuaciones en el tipo de cambio.

Riesgo de liquidez: Es uno de los riesgos más importantes y se origina por desfases temporales de los flujos entrantes y salientes, causados generalmente por repagos tempranos sobre parte de la deuda y cuando los títulos emitidos en el mercado primario son comercializados en el mercado secundario. Para evitarlo, se requiere un cronograma transparente de los ingresos y gastos a lo largo de la transacción. Asociado al riesgo de liquidez se encuentra el denominado “riesgo de prepago”, que se refiere a una situación en la que los deudores ejercen algún derecho de repago temprano. Este repago reduce el ingreso del VPE, el cual puede ser insuficiente para servir a los inversionistas.

Riesgo de crédito: Se refiere al riesgo de incumplimiento del pago de las obligaciones. La estructura de una titularización sirve para mitigar este riesgo, al distribuirlo entre los diversos inversores.

Riesgos operativos: Se origina debido al gran número de partes envueltas en esta transacción. En ese sentido, cada una de ellas puede tomar ventaja, buscando sus objetivos personales, en detrimento de los intereses de los inversionistas. Esto ocurre principalmente por las asimetrías de información existente entre las partes, por lo que se exagera en el momento en que los agentes tienen acceso a información específica. Para evitarlo, es importante incorporar mecanismos que disminuyan dichas asimetrías de información, en la propia estructura de la transacción.

Resguardos y Garantías:

Dada la cantidad y variedad de riesgos que se asumen en una transacción de titularización, existen una serie de mecanismos que buscan limitarlos. Los más comunes son:

(a) Sobrecolateralización: significa que el portafolio transferido para el VPE tiene

un valor nominal más alto que los títulos emitidos a los inversionistas. El interés adicional y los repagos del principal están disponibles para cubrir cualquier retraso. Los pagos que no se requirieron pueden ser retornados al originador, una vez que la transacción ha sido completada.

- (b) Exceso de márgenes: es un mecanismo que permite satisfacer la demanda de los inversionistas y otras partes interesadas. Puede ser el caso por ejemplo, cuando el interés pagado a los inversionistas excede el interés total pagado a los deudores individuales como resultado de los efectos de la diversificación. El margen excedentario es invertido dentro de la transacción y puede ser usado para cubrir el riesgo de crédito, si fuera necesario.
- (c) Acuerdos de rescate: limita el riesgo de crédito del originador dentro del pool para compensar la readquisición de los efectos por cobrar relevantes a valor nominal. Estos acuerdos están limitados solo a una parte del pool.
- (d) Fondos de reserva: se pueden hacer dos tipos de fondos: 1) fondos levantados con la colocación de la emisión, en instituciones de la banca comercial y 2) fondos recaudados por vía del activo subyacente en exceso de los montos requeridos para cubrir tanto los cupones o intereses de los títulos como los costos de seguro, administración y otras tarifas.
- (e) Sustitución de Activos: el originador se compromete a reponer la totalidad o un porcentaje del Activo Subyacente que se encuentre en estado de atraso o presente alguna mora.
- (f) Garantías: incluye garantías generales (como por ejemplo cartas de crédito),

compromisos (depósitos en efectivo, colaterales) y seguros de crédito (garantías financieras). Estos soportes también pueden ser provistos por el originador. Una garantía puede compensar el riesgo de crédito para un cierto monto. Los compromisos por su parte pueden ser usados para cubrir las pérdidas incurridas por retrasos y usualmente comprenden sólo un colateral con altas calificaciones y alta liquidez.

Administración de los Activos:

En esta sección se busca tener una opinión sobre la calidad de todas las partes que intervengan en el proceso de la titularización, para poder evaluar si van a cumplir con las obligaciones establecidas en los contratos de la emisión. Para ello evaluamos, entre otros aspectos: la existencia de calificaciones otorgadas por otras sociedades calificadoras de riesgo reconocidas; situación financiera; experiencia; estructura organizativa; políticas y procedimientos de cobranza; sistemas de información y procedimientos para la administración de los fondos.

El VPE debe velar como un buen padre de familia por el desempeño del Activo Subyacente y de las garantías y colaterales. Es por ello, que deben existir una serie de indicadores que permitan monitorear su comportamiento y permita tomar medidas correctivas en caso de ser necesario.

Aspectos Legales:

Se evalúa el marco legal que sustenta la emisión mediante el análisis de los contratos involucrados en el proceso.

La documentación debe estar acorde con los aspectos económico-financieros analizados y debe especificar con claridad cómo van a

interactuar las partes, va a fluir el dinero y la información.

Se debe tener la certeza de que los activos están libres de gravámenes y que se haya traspasado la titularidad y los derechos al VPE, con la finalidad de asegurar que son independientes de la insolvencia del emisor y de otros activos del VPE. También es importante analizar la documentación que sustenta las garantías y que efectivamente sean líquidas y sean emitidas o sustentadas por instituciones que tengan una mejor calificación que el emisor.