



Metodología de Calificación para la Bursatilización de Flujos Futuros

México

Agosto 2008

Este manual es propiedad exclusiva de
HR Ratings de México S.A. de C.V. y el
contenido del mismo es confidencial



Índice

Introducción	3
Objetivo de la Metodología para la Calificación de la Estructura de Flujos Futuros Bursatilizados	3
Sección 1: Definición de Flujos Futuros.....	5
Sección 2: Riesgo Corporativo	8
2.1. Riesgos Macroeconómicos, de la Industria y Posicionamiento de Mercado.	8
2.2. Relación entre corporativo y subsidiaria.....	9
2.3. Reputación de la Administración y Riesgos Relacionados a la Estructura.	10
2.4. Proyección de Flujos Futuros y Movimientos Contables	11
2.5. Calificación: Empresa vs. Estructura.....	13
Sección 3: Riesgo Financiero de Flujos y Estructuración	15
Proceso General	15
3.1 Origen de Mejora Crediticia	17
3.2 Probabilidad de ocurrencia de los diferentes escenarios de estrés.....	22
Conceptos y Movimientos Contables	22
Sección 4. Riesgos Legales.....	24
Información Legal Mínima Requerida	26
Fortaleza de la estructura de la emisión	27



Introducción

El objetivo de este documento es presentar la metodología utilizada por HR Ratings de México S.A. de C.V. para calificar la bursatilización de flujos futuros a través de un fideicomiso creado específicamente para este propósito.

El documento está compuesto por seis secciones principales. En la primera se establece la definición de un flujo futuro, distinguiéndolo de la bursatilización de créditos ya contratados o revolventes. En la segunda definimos los riesgos corporativos, incluyendo los relacionados con la administración y utilizando como base la Metodología de calificación de una Compañía Comercial, Industrial y de Servicios. En la tercera mencionamos los riesgos en la variabilidad de los flujos futuros y la capacidad de las mejoras crediticias para asegurar el oportuno cumplimiento de pagos a los inversionistas. Es importante mencionar que una de las bases para la calificación de una bursatilización de flujos futuros es el establecimiento de la mejora crediticia y es en esta sección en donde se detalla el análisis de la misma. En la cuarta sección examinamos los riesgos legales que tomamos en consideración en nuestra evaluación. En la quinta sección describimos el formato de reportes que elaboramos para presentar nuestra evaluación, tanto para la emisora como al público inversionista. En la última sección detallamos la información requerida para elaborar la calificación.

Objetivo de la Metodología para la Calificación de la Estructura de Flujos Futuros Bursatilizados

Se entiende que el objetivo de la calificación crediticia para la bursatilización de un flujo futuro es la evaluación de la capacidad y voluntad de generar efectivo por parte de una empresa y la capacidad y voluntad de pago del fideicomiso creado con el propósito de acumular estos flujos, y en su caso otros recursos que formaran para de los mejoras crediticias del mismo, y traspasarlos a los inversionistas tenedores del papel que emite el mismo fideicomiso. El flujo futuro provendría de ciertos activos reales utilizados por la empresa generado del mismo. Es posible que la capacidad de los activos reales de generar los flujos esté avalado por contratos con terceros. Sin embargo, estos contratos no necesariamente cubrirán las necesidades del fideicomiso. Adicionalmente, los contratos se realizan entre la empresa generadora de los flujos y el tercero. Los contratos no formarán parte del patrimonio del fideicomiso.



La metodología para la bursatilización de flujos futuros incluye la evaluación de la generadora de flujos desde el punto de vista de la calidad de la administración y no necesariamente evalúa el riesgo del emisor (el cual se refleja en la calificación quirografaria y se obtiene con la Metodología para la Calificación de Empresas Comerciales, Industriales y de Servicio).

La metodología de calificación crediticia identifica las fuentes de riesgo que afectan la bursatilización; incluyendo los de la empresa cuyos flujos serían sujetos a la bursatilización, aquellas que son propias a la proyección de flujos futuros, las variables que afectan la estructura y las condiciones legales de la misma. De esta manera, tenemos los siguientes ejes de análisis: 1) Riesgo de la Empresa o Corporativo, 2) Riesgo Cuantitativo en los Flujos Futuros y Mejoras Crediticias y 3) Riesgos Legales.

El punto de partida del proceso de calificación es la empresa cuyos flujos (o parte de ellos) serán bursatilizados y traspasados a un fideicomiso. Partimos de la idea de que, en la mayoría de los casos, la calificación de la estructura será igual o superior a la calificación de la empresa generadora de los flujos debido a las condiciones del fideicomiso. Por tanto, el proceso comienza con la generación de una calificación corporativa en base a nuestra *Metodología para la Calificación de Empresas Industriales, Comerciales y de Servicio*. Como parte del proceso de calificación incorporamos, adicionalmente a todos los factores normalmente incluidos, el efecto sobre los flujos de la empresa derivado de la bursatilización. Esta situación reduce la flexibilidad financiera. Una vez finalizado el análisis de la empresa generadora de flujos futuros comenzamos con la evaluación del riesgo principal de una bursatilización de flujos futuros. Esto con la finalidad de demostrar que la generación de efectivo y los mecanismos de mejoras crediticias de la estructura son suficientes para cubrir oportunamente los pagos a los inversionistas tenedores del papel emitido por el fideicomiso. Por su naturaleza los flujos futuros podrían deteriorarse debido a dificultades macroeconómicas y dificultades enfrentadas por la empresa generadora de flujos (razón por la cual la calificación de la empresa representa la base para la calificación de la estructura). Para incorporar el riesgo de los flujos futuros, exponemos las diferentes variables clave a diversas pruebas estrés.

Finalmente es necesario evaluar la calidad legal de la estructura para cubrir de manera oportuna los derechos de los inversionistas en caso de estar en riesgo los pagos o las garantías de la misma. En este rubro se toma en cuenta la opinión de un asesor legal externo.



Sección 1: Definición de Flujos Futuros

Antes de comenzar con el proceso para la calificación de una bursatilización de flujos futuros es importante definir el concepto y diferenciarlo de una emisión garantizada por activos financieros (ya sea ABS o MBS). La bursatilización de flujos futuros se refiere a la afectación, a través de un mecanismo legal, de la totalidad o parte de los flujos generados por los activos reales de una empresa operadora y que son traspasados a un fideicomiso en una emisión bursátil. Los flujos generados por los activos reales no necesariamente están estipulados en el contrato.

Los flujos afectados al fideicomiso provendrán de la capacidad y voluntad de la empresa operadora, o la que tenga el derecho de usufructo sobre los activos reales, para generar los mismos. Una de las características más importantes en la bursatilización de flujos futuros es que a pesar de que se cumpla fielmente con el contrato establecido con el fideicomiso (como podría ser el traspaso de la totalidad de los flujos generados por la empresa operadora al fideicomiso), esto no supone necesariamente que los flujos serán suficientes para cubrir las obligaciones con los inversionistas. Los flujos generados por los activos reales mostrarán cierta volatilidad y podrían cambiar de un periodo a otro.

Para tener una visión más clara sobre la naturaleza de los flujos futuros, los distinguiremos de los contratos de crédito que forman la base de una bursatilización de valores garantizados por activos financieros (como es el caso de ABS o MBS). Un ejemplo de estos últimos podrían ser las hipotecas o créditos para la compra de un bien, en donde el originador del crédito tiene un ingreso establecido durante la duración del crédito. La diferencia principal entre ambos conceptos (flujos futuros y valores garantizados por activos financieros) es el origen del flujo con el que se cubrirá el pago de intereses y amortización por el fideicomiso a los inversionistas.

En la bursatilización de flujos futuros el pago a los inversionistas es apoyado con los ingresos potencialmente generados por un activo real; mientras que en la bursatilización de valores garantizados por activos financieros, se estima que la obligación a los inversionistas se cubre con el flujo generado por activos financieros (créditos, por ejemplo) con los que cuenta la empresa y de los cuales ya se sabe el flujo para cada periodo.



En el caso de flujos futuros el riesgo principal gira sobre la capacidad de los activos reales de la empresa para generar el flujo necesario para que el fideicomiso cumpla con las obligaciones a los inversionistas y el riesgo del originador. En relación a esto último, la sustentabilidad del negocio es fundamental en la evaluación de los flujos futuros, dado que en caso de insolvencia por parte del originador que tiene los activos reales, la capacidad de generación de flujo sería nulo. Por otro lado, en caso de la bursatilización de valores garantizados por activos financieros, el riesgo principal es el fiel cumplimiento de los mismos y la administración y cobro de dichos activos.

Dentro de la bursatilización de flujos futuros podría existir traspaso de activos financieros. Este consiste en el traspaso de los derechos de cobro (cuentas por cobrar) generados por los bienes y servicios que fluyan de los activos reales. Sin embargo, el monto que se generará de los derechos de cobro de los activos es incierto. En la bursatilización de flujos futuros es fundamental evaluar la capacidad generadora de flujos de flujos del originador o propiamente del activo real. Es por esto que la sustentabilidad del negocio es evaluada de manera detallada.

Cabe aclarar que una de las características más importantes de los flujos futuros es que no existe un contrato que especifique el flujo que generará la empresa durante el periodo de la obligación y que entregará al fideicomiso emisor de la deuda. Al bursatilizar una parte del flujo de efectivo generado por la empresa, ésta retiene la propiedad (o derecho de usufructo) de los activos reales que generan los flujos. En contraste, al bursatilizar los flujos generados por un activo financiero (como un crédito), el activo “subyacente” ya no es propiedad de la empresa y existe cierto riesgo legal en tratar de recuperarlo en caso de falta de cumplimiento.

Ejemplo

Para diferenciar entre bursatilización de flujos futuros y valores garantizados por activos financieros mostramos las siguientes situaciones:

1. Un operador y dueño de aviones decide bursatilizar los ingresos generados por sus aeronaves (los cuales representan el activo real generador del flujo). La bursatilización del flujo generado por dicho activo real representa la bursatilización de flujos futuros. En este caso los aviones son propiedad del operador y a pesar de la bursatilización el activo real no cambia de dueño.



2. El operador de los aviones tiene un contrato de arrendamiento de largo plazo para la renta de cada una de sus aeronaves. En caso de que el arrendador de dichos aviones decida bursatilizar el ingreso de los contratos de arrendamiento, esto significaría una bursatilización de valores garantizados por activos financieros. Los contratos de arrendamiento reducen el riesgo para estimar los flujos futuros de la empresa; no obstante, la generación de efectivo sigue siendo vulnerable a diferentes riesgos como son: riesgos macroeconómicos en general, a la administración de los contratos de arrendamiento, riesgos legales y los que afecten específicamente la industria aeronáutica.



Sección 2: Riesgo Corporativo

En las secciones 2, 3 y 4 describimos los tres principales factores de riesgo a evaluar en la bursatilización de flujos futuros. Comenzamos con el Riesgo Corporativo de la empresa generadora de flujos. *Es importante hacer notar que como punto de partida para la calificación de la estructura consideramos la calificación después de medir el efecto de la estructura y no antes en los flujos de efectivo y estados financieros.* Segundo, evaluamos los riesgos financieros cuantitativos de la estructura, como consecuencia de la variación en los flujos esperados y las características de la misma estructura, tales como sus mejoras crediticias. En tercer lugar evaluamos el riesgo legal de la estructura, el cual podría poner en duda el acceso a los flujos generados, las reservas y garantías incorporadas por la empresa a los inversionistas.

En esta sección tomamos en consideración los riesgos convencionales de una empresa, basándonos en lo descrito en nuestra Metodología para Empresas Industriales, Comerciales y de Servicio. Sin embargo hay algunos aspectos de especial importancia en el contexto de una estructuración que involucra el traspaso de ciertos derechos de cobro de los flujos generados.

2.1. Riesgos Macroeconómicos, de la Industria y Posicionamiento de Mercado.

En esta sección analizamos las condiciones macroeconómicas que podrían afectar los flujos futuros. Entre estos encontramos la caída en la demanda agregada, presiones inflacionarias y restricción monetaria. También examinamos el posicionamiento de la industria de la cual los flujos forman parte. Preguntamos, por ejemplo, si la industria está sujeta a riesgos de especial importancia o con ciertas características en específico. Por ejemplo, un sector con alta sensibilidad a problemas laborales, como el sector minero, tiene riesgos inherentes a la industria que se tienen que tomar en cuenta. ¿Habrà mayor o menor competitividad en la industria? Finalmente, examinamos el posicionamiento de la empresa en la industria tomando en consideración su participación actual y la esperada en el mercado, la imagen que tiene entre sus clientes, la mezcla de productos y si ésta es lo más adecuada en el contexto de las características actuales y futuras del mercado.

Como parte del análisis del riesgo del mercado, HR Ratings toma en consideración la concentración (o diversificación en su caso) de las ventas en términos de clientes o mercados. Mayor



concentración implica mayor riesgo. El nivel de concentración, ya sea del activo subyacente o para un cliente en específico, se incorpora castigando el nivel de ventas especialmente en escenarios en los que los flujos serán expuestos a estrés. En caso de que la concentración sobre la generación de un activo subyacente o un cliente en específico sea exageradamente alta, HR Ratings valorará el efecto sobre la generación de flujos futuros. No obstante, hay que señalar que dicho efecto se podría ver contrarrestado con un nivel de mejoras crediticias suficiente para hacer frente a las obligaciones del fideicomiso, a pesar de encontrar una fuerte caída en el flujo generado por la empresa.

Nota: El sector de entidades descentralizadas tiene un análisis de riesgos corporativos similar; sin embargo, se incluyen factores de riesgo adicionales tales como: riesgo político, garantías ofrecidas por la federación hacia la entidad (valuado como garante) y la influencia del gobierno en la administración de la empresa. Dichos factores sirven para medir el riesgo corporativo y esto se verá reflejado en la proyección de flujos de la sección siguiente.

2.2. Relación entre corporativo y subsidiaria

Es importante analizar la naturaleza de las ventas bursatilizadas. Por ejemplo, una pregunta clave que se debe contestar es si las ventas son de una subsidiaria o del corporativo. En tal caso la calificación tendría que ser de la división y no necesariamente del corporativo. Asimismo, habrá que considerar la finalidad de los recursos que serán recaudados en la bursatilización de flujos futuros. ¿Serían para beneficiar la división operativa (por ej., renovación tecnológica) o la tenedora? El comprometer ingresos para dar servicio a una deuda cuyos beneficios se reciben en otra entidad podría dañar la viabilidad de la empresa operativa. HR Ratings tendrá que buscar los factores que podrían afectar la viabilidad durante la vida del instrumento. Nos preguntamos si la división operativa tiene una rentabilidad significativamente diferente que la tenedora. Asimismo, es importante determinar la estrategia de la administración de la tenedora y los antecedentes e historial de la administración para evaluar posibles riesgos en el gobierno corporativo. ¿Se considera que la venta de la división operativa podría ser una opción? ¿Cuáles serían las consecuencias de una posible venta para la viabilidad de los flujos?



2.3. Reputación de la Administración y Riesgos Relacionados a la Estructura.

En esta sección nos enfocamos a la voluntad de pago por parte de la administración. Examinamos aspectos cualitativos de la propia estructura que podrían hacer más o menos vulnerable la voluntad de pago de la administración; sin embargo dejamos para la siguiente sección el análisis cuantitativo de la propia industria. En caso de subsidiarias, tendríamos que evaluar la voluntad de la administración del corporativo, como si fuera la administración de la división operativa.

En este punto es importante identificar si la estructura de la emisión tiene ventas generadas a crédito como ingresos, surgiendo por lo tanto un riesgo de cobro. En caso de que el administrador de dichas cuentas por cobrar sea diferente al originador, HR Ratings solicitará información adicional al administrador y evaluará la calidad en términos de cobranza, administración de activos, operación del administrador, características de los ejecutivos e historial de la empresa en términos de reputación. Para administradores con calificación como administrador de activos (sea de HR Ratings o de otra agencia calificadora), HR Ratings tomará la calificación menor, en caso de que la calificación no sea de HR Ratings, y aplicará un grado de estrés adicional para los diferentes escenarios. Una baja calidad por parte del administrador de los flujos se reflejará en un mayor estrés y por lo tanto en menor flujo generado por la empresa en las proyecciones de HR Ratings. En este sentido, el riesgo se podría mitigar en caso de que la emisión contemple un administrador sustituto o de respaldo, como se mencionó anteriormente.

En todo caso, HR Ratings dará un análisis específico al historial de pago de las cuentas por cobrar, lo que incluye un análisis de la contabilidad utilizada. Adicionalmente, el modelo incorporaría los factores de cuentas incobrables. Estos factores afectarán a la alza o a la baja en su caso, la calificación dependiendo de cambios en la administración de las mismas y en cambios en el entorno macroeconómico.

Por supuesto, la voluntad de pago no contiene el mismo significado en una estructura con ingresos ya comprometidos que en una deuda tradicional. Aquí, la voluntad se refiere a la voluntad y capacidad de seguir generando las ventas necesarias para cubrir los costos de la estructura, especialmente en momentos de estrés. Relacionados a este tema, tendríamos que examinar la naturaleza de los incentivos de la estructura. ¿Quién sería la administradora del fideicomiso? ¿Cuál es el mecanismo por el cual se determinan los gastos incurridos por parte de la empresa



generadora? Normalmente, en la prelación de pagos, estos flujos se transfieren a la misma empresa, para asegurar su correcta operación. ¿Qué incentivos tiene la generadora de minimizar estos costos de tal manera que se maximice el flujo disponible al fideicomiso? ¿Existe algún seguro relacionado con la cobranza de los derechos de cobro? ¿Habría cargos de administración incluidos dentro de la prelación de pagos?, por ejemplo comisiones para generar las ventas. ¿Quién recibe los remanentes del fideicomiso? ¿Bajo qué condiciones se generan los remanentes al fideicomiso? Normalmente éstos se devuelven a la empresa operadora pero en el caso de una subsidiaria es posible que los remanentes se traspasen a la tenedora. Generalmente se destina cierto monto de provisiones del fideicomiso a la empresa para asegurar que la división operativa tenga un programa adecuado de gastos de capital que le permitirá ser competitiva y seguir generando los ingresos necesarios, ¿existe dicho rubro en el fideicomiso? ¿Tiene la estructura un plan adecuado de amortización periódica de la deuda a los inversionistas? Mientras menor sea la amortización, mayor el riesgo de duración (riesgo al vencimiento y pérdida de capital). En general, buscamos determinar los incentivos implícitos creados en la estructura y su posible impacto sobre la voluntad de pago de la empresa al fideicomiso, poniendo lo anterior en el contexto de la estrategia de la administración tal como fue determinado en el análisis previo (ver 2.2 arriba)

2.4. Proyección de Flujos Futuros y Movimientos Contables

La parte medular de nuestra calificación corporativa consiste en las proyecciones de los flujos generados por la empresa por bursatilizar. Esto es importante no únicamente para determinar los flujos que recibirá el fideicomiso con el fin de cumplir puntualmente con sus obligaciones, sino también para poder evaluar el efecto de la misma operación sobre la empresa en cuestión y así evaluar su viabilidad en general.

La debilidad en los flujos de efectivo podría deteriorar la reputación de la compañía y por lo tanto reducir su capacidad de financiamiento a corto plazo y créditos bancarios, así como la voluntad de trabajar con la misma por parte de proveedores. El historial de la compañía en términos de cuentas por pagar y capacidad de recolección serán factores determinantes a tomar en cuenta. Para calcular los flujos futuros de la empresa utilizamos el modelo de flujos futuros para compañías industriales, comerciales y de servicio descrito en la Metodología de HR Ratings. Dicho modelo nos permite realizar proyecciones detalladas en la hoja de balance, estado de resultados y flujo de efectivo, sobre la base de conceptos que reportan las empresas a la Bolsa Mexicana de Valores. Es



importante destacar que el modelo nos permite realizar el análisis de estrés, ajustando las diferentes variables clave para la proyección de flujos como son ventas, márgenes, intereses, impuestos, gastos en inversión, dividendos, incremento de capital y recompra de acciones, entre otras. Es posible analizar el impacto de dichos cambios en los tres estados financieros, siendo el flujo efectivo la parte más importante.

En nuestro análisis de estrés emulamos diferentes escenarios (cada uno con su propio grupo de variables a tomar en cuenta). En base a información histórica de la compañía, experiencia en el sector y nuestra expectativa ante posibles cambios en el sector o en el ciclo económico, asignamos una probabilidad a que se concrete cada uno de los escenarios negativos. La calificación asignada corresponde a la probabilidad de que se realice el peor escenario proyectado y la capacidad de la compañía para cumplir con las necesidades de flujos por parte de la estructura de bursatilización y el servicio de la deuda; así como la posibilidad de que la deuda se incremente dependiendo de las necesidades de financiamiento y las limitaciones en la capacidad de utilizar fuentes internas. En cuanto a este último punto y en base a conversaciones con la administración, analizamos la capacidad y buena voluntad para acceder al mercado de capitales como una fuente adicional de financiamiento bajo una situación de estrés, definido como flexibilidad financiera. El análisis de estrés y como afecta éste la calificación de la estructura se ve reflejado en los ejemplos de la siguiente sección.

En el caso de una bursatilización modificamos nuestro modelo de proyecciones para incorporar las características de cada estructura. Esto es necesario para medir el impacto de diferentes flujos estimados sobre el fideicomiso y la empresa misma, especialmente para su flujo de efectivo aunque no únicamente en este rubro. Los principios generales que aplicamos para lograr esto se describen a continuación.

1. La deuda emitida en una bursatilización por medio de un fideicomiso no se contabiliza como deuda dentro de la empresa, sino como una obligación de largo plazo.
2. El monto de la obligación representa la totalidad de los desembolsos que tendría que asumir el fideicomiso. Este consiste básicamente en tres grandes conceptos: intereses, amortización, y costos de la emisión y administración del fideicomiso.
3. La contraparte de este pasivo por el lado de los activos serían los siguientes: efectivo, activo de largo plazo y cargos diferidos.



4. En los casos donde el fideicomiso retiene una porción de la deuda emitida para formar reservas, éste representaría un activo de largo plazo.
5. Por su parte, los costos del fideicomiso y los intereses serían contabilizados como cargos diferidos, específicamente como: otros gastos y otros gastos financieros.

2.4.1 Manejo de Cuentas Incobrables

Cuando los ingresos comprometidos con el fideicomiso sean a crédito, los flujos futuros que genere la empresa y que al final serán entregados al fideicomiso dependerán no solamente de las ventas a crédito, sino también de la capacidad de cobro del administrador de las cuentas por cobrar y del historial de las cuentas incobrables registrado (ya sea el mismo generador o una empresa externa). En el manejo de las cuentas incobrables es importante mencionar que un deterioro en las condiciones macroeconómicas no solamente tendrá un efecto negativo sobre las ventas, sino también sobre el factor de cuentas incobrables como porcentaje del total de ventas a crédito. En este sentido HR Ratings estresará (en los escenarios relevantes) el factor de cuentas incobrables como porcentaje de ventas a crédito. En términos concretos, bajo un escenario altamente estresado, el efecto negativo sobre los flujos del generador será por un lado ventas a crédito y por el otro un incremento de las ventas incobrables o cuentas incobrables.

Para el manejo de cuentas incobrables HR Ratings pedirá al generador de ventas a crédito la siguiente información:

- Detalle sobre la metodología para contabilizar las cuentas incobrables durante un periodo. En caso de estimar algún monto de cuentas incobrables para afectar el flujo de efectivo del periodo actual, HR Ratings tomará dicha estimación como base para establecer el nivel de cuentas incobrables de la empresa en las proyecciones y poder estresar el ritmo de crecimiento de las mismas
- Aquello que la generadora determina como cuentas incobrables
- Base histórica de tasa de cuentas incobrables

2.5. Calificación: Empresa vs. Estructura

Generalmente esperamos que la calificación de la estructura sea igual o mayor que la de la empresa misma que genera los flujos. Esto, debido a la mayor seguridad que da la estructura para



comprometer los flujos derivados de las ventas y dando un lugar preferencial en la prelación de los mismos a los tenedores del papel emitido por parte del fidecomiso. Sin embargo, hay que tomar en consideración que la calificación de la cual partimos es de la empresa operadora y no necesariamente del controlador. La calificación de la primera podría encontrarse por debajo de la segunda. También es importante destacar que el incremento de pasivos derivado de la bursatilización podría resultar en una caída en la calificación de la empresa: tanto de la operadora como la controladora.

Para la calificación crediticia de la estructura, HR Ratings toma en consideración la capacidad operativa o sustentabilidad de la empresa originadora de flujos (dueña del activo real), dado que en caso de que esta última caiga en insolvencia o su capacidad operativa se vea comprometida, la generación de flujos afectados por la estructura podría llegar a cero en algún momento. Esta situación se incorpora en la Metodología al iniciar el proceso de calificación con la evaluación de Riesgo Corporativo.

Se puede dar el caso en el que se bursatilice una porción o segmento de las ventas de una empresa sin existir divisiones identificables que permitan una separación formal entre la parte operadora y la empresa en su conjunto. En estos casos y dependiendo de los flujos por bursatilizar es posible que la estructura obtuviera una calificación por debajo de la del corporativo. En estos casos, la estructura de la bursatilización tendría que mostrar una mejora crediticia suficiente para cubrir con el posible déficit en los flujos generados por la empresa y por lo tanto hacer frente a los flujos necesarios por el fideicomiso para entregar a los inversionistas. En este caso, los mecanismos de mejora crediticia podrían contrarrestar la menor calidad de la línea de negocio de la cual se bursatilizan las ventas y por lo tanto obtener una calificación superior.

Sección 3: Riesgo Financiero de Flujos y Estructuración

Proceso General

Esta parte de la evaluación consiste básicamente en crear diferentes escenarios cuantitativos sobre la proyección de flujos futuros disponibles al fideicomiso emisor, con el fin de que éste pueda cumplir con sus obligaciones de pago frente a los inversionistas tenedores del papel emitido. Los flujos disponibles para que el fideicomiso pueda hacer frente al pago de amortización e intereses se derivan de: 1) flujos futuros que la empresa operadora genera a lo largo del plazo del fideicomiso y 2) los diferentes mecanismos incluidos en la mejora crediticia y a los cuales se puede recurrir para cubrir los rubros antes mencionados. Para el caso de garantías en prenda incluidas como mecanismo de mejora crediticia, es de suma importancia evaluar los posibles obstáculos legales existentes para hacer uso de dichos activos en favor de los beneficiarios del fideicomiso.

Es importante resaltar que además de la proyección de flujos de efectivo que realiza HR Ratings, también se analizan los mecanismos de mejora crediticia con las que la empresa dispone para la emisión estructurada. Dichos mecanismos de mejora crediticia incluyen reservas para el pago de intereses y amortización, así como fondos restringidos para propósitos especiales como gastos de inversión. Se crean varios escenarios de estrés de acuerdo a las reservas acumuladas y su capacidad para contrarrestar posibles caídas en flujos derivados de los diferentes escenarios. HR Ratings examina la fórmula utilizada para la generación de reservas, así como la disponibilidad de los recursos y la metodología para la acumulación de las mismas.

El proceso de la evaluación financiero de los flujos y de estructuración consiste en los siguientes pasos:

1. Determinar un escenario base para los flujos que serán bursatilizados
2. Elaborar el modelo que simula: el traspaso de estos flujos al fideicomiso, el pago de las obligaciones a los inversionistas y otros variables relevantes tales como reservas y garantías.
3. Exponer las variables antes mencionadas a diferentes escenarios de estrés, con el objetivo de observar el impacto sobre los flujos bursatilizados y la capacidad del fideicomiso para mantener vigente sus obligaciones y las reservas en niveles adecuados.

Nota: En este paso se toman en consideración los diferentes cláusulas de la estructura, incluyendo las restricciones en cuanto al fondo de reservas y remanentes (en caso de existir), así como circunstancias que desaten amortizaciones adelantadas y características específicas de la emisión.

4. Asociar cada escenario a una probabilidad subjetiva de realización.
5. Detallar los mecanismos de mejoras crediticias. A pesar de tener un escenario altamente estresado y que pondría en riesgo los flujos futuros que se otorgan a la empresa, dicho efecto se puede compensar con los mecanismos de mejoras crediticias, por lo que es de suma importancia evaluar dicho efecto.
6. A su vez, cada probabilidad está asociada a un grado de calificación potencial. En términos generales, la calificación dependerá del escenario de mayor estrés frente el cual el fideicomiso puede hacer frente a sus pagos de manera oportuna, descontando el efecto positivo que podrían causar los mecanismos de mejora crediticia. Puede ser que los flujos generados por la empresa estén bajo niveles importante de riesgo; no obstante, si el mecanismo de mejora crediticia es importante se puede contrarrestar dicho riesgo.

El análisis cuantitativo se puede dividir en dos partes: primero la elaboración de escenarios de flujos bursatilizados, segundo el impacto de estos flujos en la estructura, incluyendo el riesgo de default y en general los riesgos que cada escenario de flujos podría tener para el inversionista en términos del pago de intereses y principal. En este sentido hacemos un análisis dinámico de la interrelación de los dos componentes.

Para la generación de los diferentes escenarios de flujos utilizamos nuestro modelo corporativo de proyecciones, el mismo que utilizamos en la metodología para empresas industriales, comerciales y de servicio. De esta forma proyectamos la capacidad de generar flujos futuros necesarios para el buen cumplimiento de la bursatilización en particular y de la viabilidad de la empresa en general. La diferencia clave se encuentra en que el modelo utilizado en esta metodología incorpora el efecto de la bursatilización en sus estados financieros. Además del efecto en los flujos de efectivo, elaboramos un modelo emulando la estructura de la bursatilización, el cual se adaptará a la estructura de cada bursatilización pero incluirá de manera concreta la diferencia entre el flujo entregado por la empresa al fideicomiso y el pago de intereses y amortización que se entrega a los inversionistas. Dicho diferencial será cubierto por los diferentes mecanismos de mejora crediticia y será la base del análisis.

Es importante mencionar que la relación entre el modelo de flujos futuros y el de la estructura es directa y los diferentes escenarios de estrés al que los flujos son expuestos se incorporan al modelo



de la estructura, con el fin de determinar el nivel de mejora crediticia necesaria para obtener cierta calificación.

Nota: La información financiera histórica utilizada por HR Ratings para realizar proyecciones y que constituye la base del análisis cuantitativo, será auditada y aprobada por un auditor externo. En este aspecto HR Ratings considerará como confiable y veraz la información que le sea entregada por la empresa y se exime de cualquier responsabilidad a la calificadora en caso contrario. Adicionalmente, donde sea prudente y factible, HR Ratings acudiría a un despacho externo para elaborar proyecciones sobre los flujos esperados. Este practica sería especialmente relevante en casos donde no exista un historial adecuado sobre los flujos generados por los activos reales en cuestión. El peaje generado por el aforo en una carretera nueva es un ejemplo especialmente relevante de estos casos. Cualquier proyección que le sea entregada a HR Ratings podría ser objeto de modificaciones. HR ratings no tendría la obligación de utilizar sin ajustes las proyecciones elaboradas por una consultoría externa.

3.1 Origen de Mejora Crediticia

El objetivo de una bursatilización de flujos futuros es la recaudación de recursos para la empresa emisora por medio de la emisión de deuda con una calificación superior a la de la propia empresa gracias a la estructura de la emisión y la figura del fideicomiso. De esta manera se espera que el costo del crédito, en términos de la tasa de interés que se le pagará al inversionista tenedor de dicho bono, sea menor gracias a una mejor calificación de la emisión en comparación con la calificación corporativa. Dentro de un fideicomiso existen dos aspectos que se toman en cuenta para el pago a los inversionistas de la amortización e intereses. Primero, la segregación de flujos futuros de donde el fideicomiso obtendrá los recursos, según la prelación de pagos que forma una parte importante de cualquier bursatilización. Segundo, una serie de mecanismos de mejora crediticia, lo que representa el traspaso de los flujos futuros mismos.

En relación al traspaso de flujos futuros al fideicomiso, existe cierta relación entre la calificación de la emisión y la empresa por el hecho de que la variación de los flujos y los costos asociados representan un riesgo común para las dos entidades. Esencialmente, el riesgo del EBITDA en los flujos es el mismo tanto para la empresa como para el fideicomiso. Normalmente, en la prelación de pagos la empresa recibe primero los flujos necesarios para cubrir la totalidad de sus costos



operativos. En este aspecto, desde el punto de vista del riesgo legal, es imperativo que el administrador pueda supervisar los costos registrados para impedir un excesivo incremento de los mismos. Lo que difiere entre el riesgo de la emisión y el riesgo corporativo (en favor del primero) es la evaluación de los flujos, en donde el fideicomiso recibe el flujo de efectivo y éste se utiliza exclusivamente para dar servicio a la deuda. Esta garantía no existe para el tenedor de la deuda corporativa general.

La calidad y mecanismos de mejora crediticia es una de las principales ventajas de la emisión en relación a la calidad crediticia de la empresa. Lo importante es reflejar dicha ventaja en términos de grados o “notches” en la calificación. La ventaja se ve claramente en los escenarios que se elaboran como parte central para determinar la calificación final. A continuación mencionamos algunos de los mecanismos de mejora crediticia que se utilizan comúnmente. El nivel de detalle descrito para cada mecanismo se ha limitado en este documento ya que cada emisión puede diferir en cuanto a las características del mismo.

- **Reserva de Pago.** Normalmente se constituye como una deducción del monto recaudado por la empresa en la emisión de deuda. Entre las variables mas importantes se encuentran el tamaño relativo de la reserva y las condiciones para reconstituirla en caso de tener que utilizarla para cubrir déficits en los flujos generados. La importancia y posibles limitaciones de la reserva y sus características se observa claramente en las corridas de los modelos bajo diferentes escenarios de estrés.
- **Reserva de Capital Garantizado.** Ésta también se constituye deduciendo el importe del monto de la deuda colocada. La reserva se invierte en un instrumento financiero el cual aumenta de valor según los intereses ganados y la reinversión de los mismos. Esta reserva probablemente no se usará para cubrir déficits en los flujos requeridos para hacer pagos periódicos; sino al fin del instrumento con el propósito de cubrir pagos de amortizaciones y otros adeudos (intereses en mora, por ejemplo). Esta reserva es especialmente importante en programas en donde no hay amortizaciones periódicas fijas sino amortizaciones objetivo. En estos casos, los únicos pagos periódicos forzosos serían los intereses devengados. Esto reduce la probabilidad de “default” ya que es poco probable que el EBITDA generado no sea suficiente para cubrirlos. Sin embargo, si los montos amortizados durante el periodo del instrumento fueran bajos (frente a un

escenario base, por ejemplo) el riesgo de no poder pagar el saldo insoluto de la deuda en la fecha de vencimiento pudiera ser relativamente alto. Por lo tanto, la Reserva de Capital, sumada a la acumulación de intereses durante el periodo de la deuda, tendría que ser lo suficientemente grande para cubrir un alto porcentaje de la deuda misma.

Al analizar la Reserva de Capital es importante considerar la tasa a la cual los intereses podrían ser reinvertidos durante el periodo de la deuda. Los intereses no serán reinvertidos necesariamente a la misma tasa que el instrumento que representa la reserva de capital. Por tanto, la tasa de reinversión podría representar un variable importante en los diferentes escenarios. De hecho, es posible que su efecto pudiera ser el contrario del de los flujos futuros esperados. Por ejemplo, es posible que una baja en los flujos en un escenario de estrés fuera el resultado de una política monetaria restrictiva lo cual subiría la tasa de reinversión y por lo tanto aumentaría al valor final de la reserva. Adicionalmente, al analizar una reserva de capital es importante determinar las políticas de uso. ¿Podría el administrador, por ejemplo, vender el instrumento en caso de que la tasa de interés baje en algún momento durante el periodo de la deuda para aprovechar la ganancia de capital de la misma? El poder comprar y vender el instrumento que respalde la reserva de capital tiene sus propios riesgos (tanto positivos como negativos) como en cualquier instrumento financiero.

- **Contratos de Prenda y Fidecomiso de Garantía.** Este mecanismo de mejora crediticia representa el compromiso de entregar al fidecomiso ciertos activos reales en caso de no poder cumplir con los términos del contrato de bursatilización. En primer lugar hay que tomar en cuenta el riesgo legal de recibir los activos en tiempo y forma. Adicionalmente, hay un riesgo financiero muy importante relativo al valor de recuperación de los activos. Éste deriva en que el valor de los activos en garantía podría tener un movimiento similar al de los flujos futuros (decreciente); caso contrario al ejemplo arriba citado en relación al movimiento en la tasa de reinversión por políticas monetaria. En un escenario de estrés (las garantías no serían necesarias en un escenario base) el valor de mercado de los activos que generan los flujos podría deteriorarse. Esto supone que los activos en garantía sean los mismos que generen los flujos. Es posible que los activos en garantía sean otros que no estén relacionados con los que generan los flujos futuros y con menor variación en su valor proyectado, lo que constituiría un elemento en la evaluación. Una

parte importante en cualquier evaluación de una estructura reside en la existencia de un mecanismo de evaluación periódica del valor de las garantías, con la obligación por parte de la empresa de aumentar el monto de la mejora crediticia si el valor de los activos cae por debajo de un nivel determinado.

- **Reserva de Gasto de Capital (CAPEX).** En este caso, el programa contempla la devolución por parte del fideicomiso a la empresa del efectivo requerido para cubrir cierto nivel de gastos de inversión para la compra de activos que ayuden a mantener la capacidad de la empresa de seguir generando flujos. En caso de que la empresa no ejerza el gasto contemplado, el efectivo no sería devuelto a la empresa y formaría una reserva adicional para los inversionistas. Por supuesto es importante que el monto de las inversiones sea el adecuado para que la empresa mantenga un nivel competitivo y genere los flujos requeridos. Hay que considerar, por ejemplo, la posibilidad que por razones tecnológicas los costos de inversión subieran de forma importante. En este caso cabría preguntar si el contrato de bursatilización contempla la posibilidad de revisar los montos que pudieran ser devueltos a la empresa de acuerdo a cambios en las condiciones del mercado.
- **Garante.** Dentro de las mejoras crediticias existe la posibilidad de que la estructura incorpore un garante nacional o internacional. El garante generalmente lo constituye el corporativo del cual la empresa forma parte, incluyendo corporativos ubicados en el extranjero, y que, por tanto se hacen responsables de de las obligaciones de deuda que el fideicomiso emite. Vale la pena mencionar que el garante, tanto nacional como internacional, funge como mejora crediticia para evitar el incumplimiento de las obligaciones del fideicomiso y su efecto sobre los flujos se incorpora dentro del modelo financiero al otorgarle un impacto positivo sobre la cobertura de la deuda. En esta situación HR Ratings tomará la menor calificación crediticia que tenga el garante (utilizando una equivalencia para el mercado local de las calificaciones internacionales) y la relacionará con un factor determinado con el que se multiplicará el monto que garantiza dicha mejora crediticia, para así ponderar el valor de la garantía. En casos extremos en donde el garante cuente con muy baja calificación crediticia, inferior a “C”, HR Ratings podría valuar como cero el valor de la garantía como mejora crediticia.



Amortizaciones. En aquellos casos donde existen únicamente amortizaciones objetivo (con parámetros predeterminados para garantizar cierto nivel de pago, dependiendo de las circunstancias) y no amortizaciones periódicas establecidas, sería importante evaluar los mecanismos de pago que regulan el pago de principal. El riesgo de las amortizaciones objetivo radica en que se pospongan hasta el final del periodo del fidecomiso, aumentando el riesgo para el inversionista. También podría existir cierto riesgo de prepagos acelerados, los cuales dañan el retorno del inversionista. Éste último es un riesgo puramente financiero y no un riesgo del crédito como tal. Es importante mencionar que a pesar de que las amortizaciones objetivo son una usanza común en el mercado, esto no significa que sean la única estrategia para amortizar a los inversionistas de manera periódica, las amortizaciones forzosas también son utilizadas y reducen el riesgo del inversionista al pagar parte del principal y así reducir la duración del instrumento (disminuyendo el riesgo de vencimiento y pérdida de capital). La capacidad para pagar una amortización forzosa o una amortización objetivo por el fideicomiso se analizará en el modelo de flujo de efectivo que realice HR Ratings y de acuerdo al nivel de estrés al que se exponga la emisión.

Costos y Beneficios de la Mejora Crediticia. Mientras mayor sea el número de mecanismos para la mejora crediticia, menor será el riesgo para el inversionista. Sin embargo, las mejoras tienen sus costos. En buena parte éstos son costos financieros y la empresa tendría que evaluar si el beneficio de una menor tasa de interés derivada de una mejor calificación, no se pierde con el costo de no recibir todo el monto colocado (para crear el monto de mejora crediticia) por los costos de la administración del fidecomiso y las restricciones que pudieran imponer los pasivos contingentes de las garantías.

En el análisis de riesgos es importante evaluar el destino de los fondos, dado que su uso para proyectos de inversión mejora gradualmente su capacidad para generar flujos y por lo tanto mejora las expectativas de crecimiento. Dicha situación incrementaría la tasa de crecimiento de la empresa y por lo tanto mejoraría los márgenes operativos de manera gradual. Si el dinero es para uso distinto a la generación de flujos futuros entonces se tiene que evaluar el efecto sobre el compromiso de la administración para la división que está produciendo los flujos futuros.



3.2 Probabilidad de ocurrencia de los diferentes escenarios de estrés

Al diseñar los diferentes escenarios de estrés, la metodología de HR Ratings toma en consideración la probabilidad de ocurrencia de cada uno de ellos. La probabilidad de default relacionada a cada una de las calificaciones y su escenario se basa en la experiencia nacional e internacional de agencias calificadoras.

En conclusión, la calificación crediticia desde el punto de vista de la estructura, se determina en base a los escenarios de estrés establecidos para el análisis de flujos, así como la probabilidad de que ocurran dichos escenarios. La relación entre ambas variables es importante dado que es lo que determina el riesgo de caer en incumplimiento de pagos por parte del fideicomiso y la capacidad de cubrir dichos riesgos con los diferentes mecanismos de mejora crediticia. Es importante identificar el nivel de estrés (y su calificación relativa) al cual la estructura es capaz de hacer frente al pago de amortización e intereses a los inversionistas.

Conceptos y Movimientos Contables

A continuación explicamos en detalle los movimientos contables que como consecuencia obtenemos de la sección anterior.

1. El fideicomiso coloca un bono respaldado por ventas futuras lo que para la empresa representa una obligación o pasivo pero no deuda. Calculamos el monto de la obligación como la suma de amortizaciones del principal, intereses esperados y los costos de administración del fideicomiso, los cuales tendría que pagar la empresa.
2. Por el lado del activo hacemos tres registros: a) a efectivo, por el monto del bono, menos el monto de la mejora crediticia, b) un activo de largo plazo por el monto de la mejora crediticia, c) un cargo diferido por el monto de interés y costos.
3. El pago de intereses por parte del fideicomiso se contabiliza en el estado de resultados de la empresa como un gasto financiero (y no como intereses por el hecho de que la obligación emitida por el fideicomiso no representa una deuda de la empresa sino una obligación de ventas traspasada a flujos futuros).
4. Los costos se contabilizan en la cuenta de “otros ingresos (gastos)”.
5. Al hacer estos dos movimientos en el estado de resultados también hacemos un cargo a la cuenta de cargos diferidos y reducimos el monto de la obligación. Los costos en el estado de resultados representarían una salida de efectivo.



6. El pago de las amortizaciones se contabiliza como una reducción en la obligación y una reducción en el efectivo, directamente sobre el balance.
7. Si la empresa no gasta la totalidad del monto esperado en inversiones, la diferencia representa un activo de largo plazo para la empresa que podría incrementar el monto de la mejora crediticia.
8. Cualquier “remanente” que recibiera la empresa representaría el EBITDA generado después de quitar los costos del fideicomiso, de intereses y las inversiones en capital. Las amortizaciones se reflejarían en el flujo a través del estado de flujo de efectivo como una reducción en pasivos.

En esta sección incorporamos los movimientos contables derivados de la emisión bursátil de flujos futuros; no obstante, es importante mencionar que la tenencia del activo generador de dichos flujos en ningún momento pasa al balance fideicomiso emisor. El activo real se queda en el balance del originador y por eso HR Ratings hace énfasis en la evaluación de la sustentabilidad del originador de la deuda y la capacidad operativa del mismo.



Sección 4. Riesgos Legales

La evaluación de riesgos legales es uno de los aspectos más importantes y sensibles por analizar en la calificación de bursatilización de flujos futuros. Dicha evaluación incluye la estructura de la bursatilización, analizando los riesgos relacionados con la generación y transferencia de los flujos futuros al fideicomiso que realizará la amortización y pago de intereses a los inversionistas.

La figura del fideicomiso incluye la relación entre el fideicomisario y el fideicomitente, siendo este último la persona física o moral que constituye el fideicomiso y la cual hace la afectación de sus flujos futuros para que el fideicomiso realice el pago de intereses y la amortización de los valores emitidos. El fideicomisario o beneficiario en primer lugar del fideicomiso, es el inversionista y es la persona física o moral tenedora del papel emitido por el fideicomiso y que tiene derecho a percibir la amortización e intereses con las cantidades que el fideicomiso recibe derivado de los flujos futuros de manera periódica. Es importante mencionar el rol de cada uno de los participantes en un fideicomiso para entender la relación entre todas las partes.

En el análisis del riesgo legal no se evalúa precisamente la capacidad de generación de flujos de la empresa para hacer frente a los pagos que entrega el fideicomiso a los inversionistas; sino los requisitos legales para su generación y para la transmisión de los flujos futuros al fideicomiso, y éste a su vez realizar la amortización y el pago de los intereses a los inversionistas. En términos reales, el fideicomiso es la figura encargada de administrar las cantidades que se deriven de los flujos futuros y, entre otras cosas llevar a cabo la amortización y el pago de intereses a los inversionistas, conforme a lo establecido en los documentos mediante los cuales se instrumente la emisión de valores. No obstante, en esta sección se intenta evaluar la responsabilidad que tiene la empresa de trasladar el flujo generado por la misma al fideicomiso. El riesgo legal de la emisión podría incrementarse de manera importante en caso de que existiera la posibilidad de que los inversionistas dejaran de percibir la amortización e intereses.

Adicionalmente, en la evaluación del riesgo legal se analiza la prelación de pagos y la prioridad en la que se encuentra el pago de intereses y amortización en relación a otras obligaciones. Se tiene que hacer énfasis en que la prelación de pagos no cambie durante el plazo del instrumento emitido por el fideicomiso y cuál va a ser la prioridad frente a otros pagos como son impuestos y deuda



emitida adicionalmente. Es importante que la prioridad en la prelación de pagos no cambie para la amortización e intereses entregado al fideicomiso, con el objetivo de que no incremente el riesgo legal de la estructura, incrementando la posibilidad de no pago de la empresa.

En caso de que la empresa no cumpla con la entrega de flujos pactada con el fideicomiso, será importante evaluar desde un punto de vista legal la capacidad para ejercer las garantías o reservas establecidas por la empresa para el fideicomiso. Las garantías y reservas deberán estar establecidas claramente en el prospecto de colocación y el contrato con el fideicomiso, por lo que habrá que evaluar cualquier cláusula o rubro que incluya un obstáculo legal para el pago al inversionista con dichas garantías, por medio del fideicomiso. En caso de que no se pueda ejercer las garantías, el riesgo legal de la estructura se incrementaría.

Existen algunos riesgos que no están directamente relacionados con el traspaso de flujos de la empresa al fideicomiso, sino con el pago del fideicomiso a los beneficiarios. Es importante que dentro de los riesgos legales se tome en cuenta la garantía en cuanto a la amortización y el pago de intereses a los inversionistas por parte del fideicomiso. Cualquier obstáculo que limite dicho traslado de flujos será tomado en cuenta como un riesgo legal adicional para la estructura, deteriorando la calificación final.

Uno de los factores de mayor preocupación para un inversionista en el momento de la compra de un papel es el conflicto de intereses que pudiera existir entre la administración, los agentes legales y la empresa. Es importante tomar este factor en consideración dado que un probable conflicto de intereses entre los participantes podría generar información errónea, que no refleje el riesgo legal real de la estructura.

Para la evaluación del riesgo legal se acude directamente a un asesor legal especialista en la materia. El asesor legal se encarga de analizar las condiciones antes mencionadas y emite una opinión legal sobre la base de la estructura y la posibilidad de que se incumpla el pago a los inversionistas de los intereses y amortización. El análisis de riesgo legal incluye la revisión de los mecanismos mediante los cuales el efectivo y/o cuentas por cobrar del generador/originador son transferidos al fideicomiso y de este último a los inversionistas. La evaluación incluye riesgos relacionados con el aislamiento de los recursos del control del originador (quien en primera instancia fungirá como administrador). El análisis de riesgos incorporaría factores que abren la posibilidad de



que el garante no cumpla con sus obligaciones o que el fideicomiso no tenga acceso oportuno a mejoras crediticias como prendas en garantía. Dicha opinión se entrega directamente a HR Ratings, formando parte de la metodología para calificar la bursatilización de flujos futuros. Dependiendo de dicha opinión se establecerá el efecto que puede tener sobre la calificación final.

Una opinión legal positiva será tomada en cuenta; sin embargo no podrá incrementar la calificación asignada previamente por el análisis corporativo de la estructura y flujos futuros. Sin embargo, una opinión sobre los riesgos legales negativa si afectará la calificación final sobre la bursatilización de flujos futuros. Esto con el objetivo de ilustrar la posibilidad de que el inversionista deje de percibir el pago de intereses y amortización. En términos específicos, el riesgo de una estructura legal defectuosa se incorpora al modelo castigando los flujos esperados, especialmente bajo escenarios de estrés.

Información Legal Mínima Requerida

Como parte del proceso para determinar el riesgo legal de una bursatilización de flujos futuros, HR Ratings establece la documentación mínima necesaria para realizar dicho evaluación como es el contrato de fideicomiso, el prospecto de colocación y en general los documentos mediante los cuales se instrumente la emisión de valores. Estos últimos serían indispensables para asegurar que el fideicomiso pueda cumplir con sus obligaciones con los inversionistas. Adicionalmente, HR Ratings examinará las condiciones legales de la empresa generadora de flujos y su relación con otras empresas que formen parte del mismo grupo controlador (*holding*). Se examinará, en su caso, la administradora de los activos transferidos el fideicomiso y otras entidades subcontratados por la misma para llevar a cabo funciones relativos al fideicomiso (tales como cobranza, custodia y en general administración de activos). La opinión legal será otorgada por un despacho externo. Finalmente, con el objetivo de asegurar que no existan confusiones respecto al funcionamiento y operación del fideicomiso, HR Ratings insistiría en que le sea entregado un modelo en formato de hoja de cálculo (Excel) en donde se detalle el funcionamiento del fideicomiso y el movimiento de flujos. El modelo tendrá que replicar lo descrito en el prospecto y en el contrato del fideicomiso. HR Ratings se reserva el derecho de hacer los cambios que considere necesarios al modelo, así como la elaboración de sus propios escenarios de estrés.



- a. Una copia de los documentos legales mediante los cuales se instrumente la emisión, es decir:
 - i. Contrato de Fideicomiso
 - ii. Contrato de Cesión
 - iii. Contrato de Administración
 - iv. Prospecto de Colocación y el Suplemento correspondiente
 - v. Macrotítulo
 - vi. Contrato de Colocación
 - vii. Instrumentos de mejoras crediticias y en general toda aquella documentación legal relacionada con cada una de las emisiones;
- b. Opinión legal de los siguientes temas;
 - i. Tipo de fideicomiso incluido en la estructura de la emisión;
 - ii. Validez y exigibilidad de los Documentos de Emisión, conforme a lo establecido en la regulación mexicana¹;
 - iii. Si la transmisión de los activos al fideicomiso constituye una venta desde el punto de vista legal;

Fortaleza de la estructura de la emisión

La estructura del subyacente dentro de la transacción bursatilizada relaciona la estructura legal dispuesta para la ejecución de dicha transacción y la forma en la cual los flujos de efectivo serán intercambiados entre las diferentes participantes. Esta operación puede tomar diferentes formas, pero debería adherirse a ciertos principios básicos. Típicamente, una operación bursatilizable en la forma de un fideicomiso establece que el activo subyacente sea otorgado por el emisor de la

¹ Aspectos legales relativos a una emisión mencionados en el Capítulo II, Sección 1, Artículo 87, inciso II de la Ley de Mercado de Valores.



obligación. Desde su origen, el fideicomiso se crea a prueba de bancarrota, sin obligaciones ni gastos propios, excepto aquellos relativos a la transacción. El fideicomiso, entonces, emite valores que otorgan un derecho a los inversionistas propietarios sobre el flujo de efectivo derivado del activo subyacente cobrable.

El intermediario encargado de la operación, generalmente el mismo emisor, llevará a cabo la labor de recolección y monitoreo de la información, realizando transferencias periódicas de la misma al fiduciario y al agente pagador. Dichas transferencias periódicas de información son enviadas, entonces, a los inversionistas en respuesta al proceso de liquidación definido por grado de prioridad o a través de la prelación de pagos definida en la transacción.

Los documentos legales de la operación deberán confirmar criterios de veracidad y confiabilidad en la venta de los valores, como lo establece la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, por lo que la venta de instrumentos cobrables junto con los intereses que ellos generan, se completa y se garantiza. La venta deberá ser irrevocable y no deberá existir ningún recurso por parte del vendedor o del emisor, excepto si existe algún mecanismo de mejora crediticia proveído por el mismo vendedor o el emisor. La estructura de la transacción deberá ser tal que el evento de bancarrota, del vendedor o del emisor, no afecten el contrato del fideicomiso ni los intereses del inversionista. El efecto negativo de dicha situación se reflejará en la capacidad generadora del activo real (generación de flujos futuros) y la sustentabilidad del negocio.

Los documentos legales que definen la estructura de la operación, abarcan el prospecto de asignación o colocación (en donde se definen los términos de transferencia de los activos subyacentes cobrables y las condiciones del fideicomiso) para definir el tipo de operación bursatilizable y su constitución, así como un acuerdo de flujos colaterales.

Para reducir el riesgo de la bursatilización, dentro del análisis de riesgos legales se deberá incluir una evaluación detallada de la operación en la que se transfiere el flujo generado por el originador al fideicomiso, con la finalidad de evitar que dichos recursos sean utilizados en actividades o inversiones ajenas al cumplimiento de obligaciones con el fideicomiso. En caso de que la transferencia del flujo generado no se haga directamente a la cuenta del fideicomiso, dicha situación se verá reflejada en la opinión legal y en el análisis de riesgos realizados por HR Ratings.



Finalmente, el emisor tendrá que solicitar una opinión legal por parte de un despacho independiente, confirmando la veracidad de los criterios de venta, los derechos de propiedad y el apego de todos los documentos legales a la regulación vigente y leyes gubernamentales. El emisor deberá entregar una copia de dicho documento a HR Ratings.

Considerando las características de estos instrumentos financieros, el proceso de clasificación incorpora al análisis regular de emisión de bonos corporativos, las condiciones de los contratos financieros correspondientes al mecanismo estructurado, así como la liquidez futura del activo subyacente, la que puede incluir también, una opinión sobre la capacidad de pago de un tercero responsable de la cobertura, si ése fuese el caso.