
Metodología Maestra de Clasificación de Finanzas Estructuradas

La presente metodología de clasificación será utilizada por Apoyo & Asociados Internacionales - Clasificadora de Riesgo (en adelante Apoyo & Asociados, A&A o la Clasificadora) para clasificar a todas las clases de activos de Finanzas Estructuradas. Esta metodología incorpora la experiencia de Apoyo & Asociados en el mercado peruano y tiene en consideración el *expertise* y criterios metodológicos de su socio *FitchRatings* a nivel global. En ese sentido, Apoyo & Asociados busca que sus metodologías se adapten a la realidad peruana, así como a las exigencias de nuestro marco regulatorio.

Alcance

Los principios discutidos en este reporte son aplicables a todas las clases de activos de Finanzas Estructuradas (SF, por sus siglas en inglés), incluyendo transacciones respaldadas por créditos hipotecarios residenciales y comerciales (RMBS y CMBS, respectivamente), transacciones respaldadas por activos (ABS), y transacciones de crédito estructurado. Los criterios discutidos en este documento proporcionan un marco general aplicable a todas las transacciones de SF.

Cabe señalar que pueden existir criterios específicos de un sector y/o activo en particular. Por lo que esta Metodología Maestra se puede aplicar directamente o ser complementada con los criterios específicos de cada sector. Cuando el criterio maestro se aplique sin un criterio específico de un sector, este criterio debe abordar todos los factores y supuestos clave de clasificación.

Las Finanzas Estructuradas comprenden operaciones que utilizan una estructura financiera para el pago de la obligación contraída mediante la afectación del flujo de fondos generado por activos específicamente definidos para tal fin. Esto se logra mediante la creación de un patrimonio de afectación, también conocido como vehículo o entidad de propósito especial (SPV, por sus siglas en inglés), compuesto por los activos que a su vez generarán los fondos a ser utilizados para el pago de las obligaciones. La herramienta legal más frecuente utilizada para lograr este SPV es el Fideicomiso de Titulización; sin embargo, existen otros mecanismos de segregación de activos como pueden ser, Fideicomiso bancario; Fondo de Inversión; una Sociedad Anónima de objeto único; etc. Las condiciones a tener en cuenta son: i) la segregación de activos; ii) objeto único; iii) la asignación de los flujos de los activos al repago de las obligaciones emitidas; y iv) que sea un vehículo de quiebra remota.

La titulización es la venta y transferencia de derechos crediticios a un SPV que emite títulos valores con distinto grado de privilegio sobre los flujos de fondo del activo subyacente (bonos senior, bonos junior, bonos subordinados, etc.). La titulización es una forma de financiamiento garantizada y funciona como puente entre las necesidades del Originador de los activos y los Inversionistas a través de la emisión de títulos-valores. El repago a los inversionistas está respaldado por los distintos grados de privilegio sobre el flujo de fondos generado por los activos cedidos y otras mejoras crediticias sin que generalmente exista recurso contra el Originador, Administrador y/o Servidor; y titular de los activos subyacentes.

Factores Clave de Clasificación

El análisis de la clasificadora se focaliza en cuatro aspectos fundamentales: i) Aislamiento del Activo y Estructura Legal; ii) Calidad del Activo; iii) Estructura Financiera; y iv) Riesgo Operacional.

- I **Aislamiento del Activo y Estructura Legal:** Transacciones de SF son estructuradas con la intención de aislar, o "desvincular" un conjunto de activos subyacentes del riesgo crediticio del propietario original u Originador de esos activos. El objetivo es que la exposición a riesgo de crédito de la transacción se relacione principalmente al grupo de

activos en sí mismos, en lugar del riesgo de crédito intrínseco del Originador. En ausencia de otros factores, el aislamiento efectivo de los activos del riesgo de crédito del Originador puede permitir que las transacciones de SF logren una clasificación más alta que la del propio Originador.

- II Calidad del Activo:** la Clasificadora normalmente analiza las características crediticias de los activos para estimar una expectativa de pérdida en un escenario de caso base. Este supuesto es estresado en cada categoría de clasificación sucesiva, de tal manera que las emisiones de deuda clasificadas en las categorías de alto grado de inversión en escala nacional (es decir, 'AAA(pe)' y 'AA(pe)'), tengan expectativas de pérdidas consistentes con escenarios de estrés de baja probabilidad, y alta severidad.
- III Estructura Financiera:** La mejora crediticia, las características estructurales y los riesgos de contrapartes son consideraciones claves en la evaluación de la estructura financiera. La clasificación asignada por la Clasificadora a cada bono refleja si existe suficiente mejora crediticia disponible para soportar incumplimiento en caso de tener pérdidas en el colateral subyacente en el escenario de estrés relacionado a la clasificación correspondiente. La Clasificadora analizará las características estructurales de la transacción, incluyendo la estructura de amortización de los bonos y el riesgo de contraparte.
- IV Riesgo Operacional:** El Originador, el fiduciario y el administrador de activos (servidor) pueden afectar el desempeño de los activos subyacentes, y en consecuencia, el desempeño de la transacción estructurada / titulizada. La Clasificadora revisará los procesos operacionales de cada Originador y administrador que participa en una transacción de SF calificada por A&A.

Seguimiento: La Clasificadora monitorea la evolución de la calidad de los activos, la mejora crediticia, la estructura financiera y el riesgo operativo respecto a sus expectativas mediante el proceso de seguimiento de la agencia, hasta que los títulos de deuda emitidos hayan sido pagados en su totalidad o la clasificación haya sido retirada. De los cuatro factores clave de clasificación descritos anteriormente; la calidad de los activos, la estructura financiera, y el riesgo operacional a menudo evolucionan durante la vida de una transacción. Por el contrario, el aislamiento del activo y la estructura legal son generalmente estables y afectados sólo por eventos específicos.

Limitaciones

Las calificaciones se basan principalmente en una revisión de la información pública además del criterio y las proyecciones de A&A. En muchos casos, A&A se reunirá con las partes intervinientes y recibirá información que no es de dominio público. Cuando existe interacción con los funcionarios, la información obtenida puede o no influenciar la clasificación, basándose en el criterio de A&A con respecto a la relevancia de esta información. En algunos casos específicos, la visión del futuro que tiene A&A con respecto a la exposición, al riesgo o los pronósticos, puede predominar en una conclusión de clasificación, y estas opiniones prospectivas pueden ser altamente subjetivas.

Una limitación para la clasificación de A&A incluye el riesgo de evento. Riesgo de evento es el riesgo de ocurrencia de un evento generalmente imprevisto que se excluye de las calificaciones existentes hasta que se haya hecho explícito y definido, como por ejemplo fraude u otras circunstancias imprevisibles. Los riesgos de evento pueden ser impulsados de manera externa o bien de manera interna a la entidad. Cuando se produce un evento, la revisión de la clasificación efectuada por A&A incluirá la evaluación del impacto del evento en el perfil crediticio de la compañía y A&A podrá a su criterio revisar la clasificación. Por lo general, esta revisión no incluirá

una evaluación exhaustiva de todos los componentes de la presente metodología, sino de sólo los componentes afectados por el evento.

Asimismo, estructuras legales específicas, la calidad del activo (incluyendo el portafolio y la calidad de los datos), la mejora crediticia, la estructura financiera, los riesgos operacionales, la dependencia en aspectos de contrapartes podrían hacer que A&A no califique una transacción, o limite la máxima clasificación alcanzable.

Descripción del Modelo de análisis para clasificación de riesgo

El modelo de análisis se basa principalmente en la evaluación de los activos que respaldan las obligaciones emitidas, usualmente, por un vehículo de propósito especial (SPV por sus siglas en inglés). Considerando la diversidad de activos que pueden garantizar dichas operaciones, el análisis y el modelo se ajustarán en función de los riesgos asociados a los mismos.

El comité de clasificación determinará si las recomendaciones de las opiniones de clasificación derivadas por los analistas reflejan los riesgos asociados con la transacción. Esto incluirá una evaluación de las expectativas de pérdidas derivadas para el activo subyacente, así como la determinación de si todos los aspectos fundamentales descritos anteriormente han sido abordados.

La Clasificadora no es responsable de la estructuración de la transacción y determina su opinión de clasificación en base a las estructuras que se le presentan. El comité de clasificación determina las clasificaciones finales apropiadas que le serán asignadas a cada bono.

Dentro de los principales factores cualitativos y cuantitativos que se toman en consideración para este tipo de transacciones figuran:

Cualitativos	Cuantitativos
Aislamiento del activo y estructura legal	Calidad del activo
Características del activo	Mejoras crediticias
Estructura financiera	Análisis de flujos
Riesgo operacional	

I. Aislamiento del Activo y Estructura Legal

La característica distintiva de una transacción de SF es el aislamiento, o “desvinculación”, de una cartera de activos subyacente del riesgo crediticio corporativo del propietario original, u “Originador”, o “administrador de activos” de estos activos. Lo ideal es que el riesgo de crédito de la transacción se relacione principalmente con el riesgo de la cartera de activos en sí, y no con el riesgo crediticio intrínseco del Originador. Excepto en los casos y en la medida establecida en los criterios de clases de activos específicos, en SF esto típicamente se logra mediante la venta de una cartera de activos identificable y específica, ya sea directa o indirectamente, a un SPV de modo que ni los activos ni sus ingresos volverán a ser considerados como parte de la situación patrimonial del Originador o del vendedor en caso de su insolvencia.

Generalmente, el SPV emite deuda y utiliza el producto de la emisión para adquirir activos generadores de efectivo. El SPV transfiere el efectivo que recibe de los activos al pago de intereses de la deuda y, en la mayoría de los casos, para amortizar (total o parcialmente) su deuda

Los SPV se describen recurrentemente como vehículos de “insolvencia remota” ya que el riesgo de que la transacción sea interrumpida por la insolvencia del Originador de los activos o por la matriz del SPV es remota debido a las características estructurales de la transacción. A diferencia de las empresas operativas, los SPV están restringidos por sus documentos de formación y transacción, y

no tienen la capacidad de pedir prestado o recaudar capital para remediar el déficit de flujo de caja o de activos, propiedad o los problemas estructurales de la transacción. Las restricciones legales sobre un SPV limitan las actividades de negocio que tiene permitidas. Por lo anterior, la transacción se protege, en la medida de lo posible, de los riesgos crediticios que presentan las actividades secundarias que podría realizar un SPV y que no están relacionadas con la transacción.

A diferencia del Originador de los activos subyacentes que se están titulizando, los SPV no están destinados a operar negocios y, por lo tanto, no deberían, por ejemplo, ser capaces de asumir otra deuda que no sea la deuda calificada o subordinada. Los SPV, suelen establecerse para un propósito específico y limitado, con el fin de emitir notas de SF, y tienen una existencia legal separada e independiente de sus empresas controladoras. Así, el SPV proporciona una mejor predictibilidad de resultados, comparado a los créditos corporativos, ya que los factores de riesgo asociados con una transacción de SF se encuentran delimitados principalmente a la cartera de activos transferidos al SPV.

Cabe señalar que las transacciones de financiamiento estructurado en Perú utilizan muchas formas legales de SPV (fideicomiso bancario, fideicomiso de titulización, un patrimonio autónomo). Así, por lo general, el SPV de una transacción de SF es una compañía con responsabilidades limitadas, un fideicomiso, una sociedad de responsabilidad limitada u otra forma de persona jurídica (según lo que permita la regulación local).

Opiniones Legales y Documentos de la Transacción

Los documentos de constitución del SPV, los documentos relacionados con una transacción en particular y las opiniones legales asociadas, indican el alcance de la separación de los activos con respecto al riesgo de insolvencia del Originador y la solidez de la estructura de una transacción en particular y, en consecuencia el grado de desvinculación de los activos del cedente y del SPV de afiliadas.

Los analistas de la Clasificadora revisarán los documentos relevantes de la transacción con el fin de determinar si reflejan la transacción y su estructura, tal como ésta se ha presentado a la Clasificadora. Los analistas pueden dirigir preguntas al Originador de la transacción u otras contrapartes de la transacción y/o sus abogados acerca de los contenidos de estos documentos o buscar una explicación del impacto sobre el análisis de la clasificación de ciertas provisiones incluidas en los mismos.

Para su análisis A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. A&A no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. El informe de clasificación que emite A&A no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A.

A&A espera que las opiniones legales aborden la naturaleza de las diversas transferencias en la transacción y provean garantías de que los activos transferidos al SPV (i) no serán sujetos a ser recuperados o "retomados" por el vendedor de los activos al SPV en caso de insolvencia del vendedor de dichos activos, y (ii) no se consolidarán con los activos de la matriz u otra parte controladora al producirse la insolvencia de dicha parte (ni el propio SPV se consolidará con dicha parte en el caso de insolvencia de dicha parte). Excepto en los casos y en la medida establecida en los criterios de clases de activos específicos, la Clasificadora también espera opiniones que abarquen la exigibilidad (incluso en caso de insolvencia de alguna de las partes pertinentes) de la transferencia de la garantía/propiedad relacionada, si es que existen, entre los cedentes y los

cesionarios, incluyendo pero no limitando a la garantía a favor del fiduciario del fideicomiso o del fiduciario de garantías.

II. Calidad del Activo

Clases de Activos

Las transacciones de SF están respaldadas por una amplia gama de activos financieros. Créditos hipotecarios garantizados por propiedades residenciales y comerciales, activos de consumo tales como cuentas por cobrar de tarjetas de crédito y créditos automotrices, así como préstamos y/o títulos de deuda corporativos, son los activos más comúnmente titulizados. La Clasificadora utiliza cuatro categorías generales para clasificar las transacciones de SF: RMBS, CMBS, ABS y Créditos Estructurados. Dentro de estos sectores existe una variedad de sub-sectores; por ejemplo, el sector ABS incluye activos de consumo (créditos automotrices, tarjetas de crédito y préstamos estudiantiles, entre otros) y activos comerciales (contratos de arrendamiento, préstamos de franquicias y flujos futuros ligados a empresas, entre otros), así como papeles comerciales respaldados por activos (*Asset-Backed Commercial Paper* - ABCP).

Análisis de Incumplimientos y Pérdidas

El repago del capital e intereses de los créditos subyacentes y del colateral se usa para pagar las notas calificadas en las transacciones de SF. La Clasificadora típicamente analiza las características crediticias de los activos con el fin de derivar una expectativa de pérdida de acuerdo a un escenario que refleje las actuales expectativas macroeconómicas de la Clasificadora. Esto se conoce comúnmente como el escenario del caso base.

El escenario del caso base sólo describe las pérdidas esperadas de activos, sin reflejar las características estructurales de la transacción que potencialmente reducirían dichas pérdidas. Las expectativas de pérdida del caso base se determinan a través de alguno de los siguientes enfoques:

- Asignando una categoría de rating relativa asociada a una probabilidad de incumplimiento y una severidad de pérdida para cada crédito individual basado en las características de cada crédito, apoyándose en el resultado de modelos analíticos desarrollados por nuestro socio *FitchRatings* y adaptado a la estructura en particular por Apoyo & Asociados. La tasa de pérdida de la cartera subyacente se calcula usando modelos de incumplimiento y de severidad de pérdida o modelos de pérdida de préstamos. Este enfoque se usa generalmente en el análisis de RMBS y de transacciones CMBS con múltiples deudores.
- Analizando el portafolio de activos basándose en el desempeño histórico del Originador con el fin que el comité de clasificación estime una pérdida esperada. Este enfoque a menudo se usa en la clasificación de transacciones ABS. Asignando una probabilidad de incumplimiento y tasa de recuperación en base a las opiniones de crédito o sistemas de clasificación internos del banco para activos individuales (sólo para portafolios granulares). Este enfoque es comúnmente aplicado para transacciones de créditos estructurados.

Además de estimar un caso base, la Clasificadora estima las expectativas de pérdida para diversos supuestos cada vez más severos. La pérdida esperada es mayor para cada clasificación sucesiva por arriba del caso base, de tal manera que los títulos con altas calificaciones (es decir, 'AAA(pe)' y 'AA(pe)') tengan suficiente mejora de crédito para aislarlos de las expectativas de pérdida consistentes con escenarios de estrés poco probables y de alta severidad.

La Clasificadora utiliza una filosofía de clasificación prospectiva que busca un enfoque "a través del ciclo" en los escenarios de calificaciones más altas y un enfoque basado en expectativas para los

escenarios de calificaciones más bajas; es decir, en los primeros, se espera que los supuestos de pérdida reflejen un escenario remoto de estrés que se mantenga estable en el tiempo, mientras que los segundos reflejan supuestos que se relacionan más de cerca con las expectativas de desempeño del activo formadas en ese tiempo. Las calificaciones 'AAA(pe)' y 'AA(pe)' de la Clasificadora indican un riesgo de impago relativo más bajo o muy bajo, y es improbable que la capacidad de repago se vea afectada negativamente por eventos predecibles.

Las expectativas de pérdida en las categorías de clasificación más altas a menudo se expresan como un múltiplo de la estimación de pérdida del caso base. Por ejemplo, una cartera de activos podría esperar pérdidas de un 2% en un escenario base, pero en un escenario de estrés 'AAA(pe)', se podría esperar que la cartera de activos experimente pérdidas 5.0 veces (x) más altas que las del caso base, o un 10% del saldo de la cartera de activos.

Mientras la mayoría de las transacciones de SF son respaldadas por una cartera granular de activos (RMBS), otras son respaldadas por carteras más concentradas (por ejemplo, obligaciones de préstamos colateralizados y CMBS). Además, ciertas transacciones no dependen completamente de la calidad crediticia de su cartera de activos, sino que se encuentran relacionadas crediticiamente a entidades subyacentes o proveedores de garantías. Estas entidades subyacentes incluyen entidades corporativas individuales, instituciones financieras, municipalidades, soberanos y garantes financieros.

En caso que las estructuras no tengan el respaldo de una entidad individual o de una cartera diversificada de activos, sino que tengan una cartera concentrada con varias exposiciones importantes (por ejemplo CMBS), los datos históricos de incumplimiento pueden resultar menos relevantes. Esto también puede ser el caso con carteras que fueron originalmente diversificadas, pero con el tiempo, conforme amortizaban al acercarse el vencimiento, se volvieron concentradas. La Clasificadora usará ciertos niveles de estrés determinístico que le permitan asegurar que la cartera no se encuentra demasiado expuesta al riesgo de impago de estas importantes exposiciones. Varias clases de activos usan matrices de concentración en las cuales varias de estas importantes exposiciones dentro de la cartera entrarán en incumplimiento. La cantidad de estos incumplimientos dependerá del nivel de clasificación deseado.

Suficiencia de la Información

Los supuestos de los criterios de clasificación de SF de la Clasificadora se derivan en relación con los datos referidos en los criterios de clasificación específicos del sector. Si la Clasificadora considera que existen limitaciones en la información y que ésta no es fiable ni representativa, la Clasificadora podría establecer un tope (*cap*) de clasificación en ese sector.

Como parte del análisis de las transacciones, cuando sea posible, la Clasificadora espera recibir información histórica de desempeño del Originador para el conjunto de activos a ser titulizados por el período más largo de: (a) cinco años, y (b) un período que cubra todas las fases de por lo menos un ciclo económico. Si la información específica del Originador no está disponible, información de desempeño histórica del mercado en cuestión que cubra al menos ese mismo plazo, a menudo pueden servir para proporcionar información aproximada. Este sería el caso en particular para las clases de activos donde la información del Originador provee una limitada contribución al desempeño esperado del activo (por ejemplo, activos originados para el mercado de préstamos sindicados).

III. Estructura Financiera

La estructura financiera implica el análisis de los términos y condiciones de los títulos y del SPV. Se determina cuáles son los hechos que determinan el incumplimiento, desde el punto de vista

crediticio, en las obligaciones de la operación de Finanzas Estructuradas, sobre lo cual la clasificación expresará la opinión. Se analiza:

3.1. La prioridad de pagos y la asignación de pérdidas, en aquellas estructuras que existan obligaciones de diferentes clases. Se presta atención al flujo de los fondos y a su aplicación dentro de la estructura para identificar los riesgos crediticios involucrados.

3.2. Las mejoras crediticias y la existencia de hechos que provoquen la desaparición de estas mejoras crediticias (por ejemplo un evento que produzca la resolución de un contrato de swap).

3.3. La existencia de cláusulas gatillo con los que cuenta la estructura de manera de salvaguardar los intereses de los inversores y por otra parte que no existan gatillos que produzcan un peligro para los inversores (tal como lo es un riesgo crediticio ligado a un riesgo de mercado).

Mejora Crediticia

La mejora crediticia es un componente clave en SF, puesto que es el mecanismo que protege a los tenedores de bonos de las pérdidas del activo subyacente. Las calificaciones de la Clasificadora para cada bono reflejan si los bonos tienen suficiente mejora crediticia disponible para soportar el impago ante pérdidas de la cartera del activo subyacente que la Clasificadora espera de acuerdo al escenario de estrés asociado con la clasificación del bono clasificado. La mejora crediticia puede provenir de fuentes internas, tales como la subordinación, exceso de interés (*excess spread*) o sobrecolateralización, o externamente, como una garantía financiera proporcionada por un tercero, la provisión de un fondo de reserva, capital externo, o una combinación de los mencionados.

Características Estructurales

El enfoque de la Clasificadora para analizar las diferentes estructuras se basa en el modelo de flujo de caja. El modelo de flujo de caja reflejará la estructura de la transacción correspondiente, al medir lo adecuada que resulta la mejora crediticia en cada nivel de clasificación. La Clasificadora generalmente adecuará el modelo de flujo de caja para reflejar cualquier característica estructural que no sea parte del modelo base. Sin embargo, la Clasificadora puede no modelar ciertas características estructurales si la agencia considera que tienen un impacto inmaterial bajo los escenarios de estrés de las calificaciones pertinentes. Los criterios de flujo de caja pueden incluir varios supuestos de estrés que se aplican a los diferentes niveles de clasificación. Los estreses pueden incluir, aunque no se limitan a:

- Niveles de estrés de prepagos altos y bajos;
- Compresión de la tasa de interés de los activos para someter a estrés los niveles de ingresos;
- Incumplimientos y pérdidas concentradas al principio o al final (u otro momento);
- Estrés de tasa de interés de los bonos para evaluar la importancia de las exposiciones sin cobertura, así como los costos de acarreo asociados con los activos en incumplimiento;
- Estrés de riesgo de base para evaluar las exposiciones sin cobertura en relación con diferentes bases de tasa de interés para activos y pasivos; y
- Estrés de tipo de cambio de moneda para evaluar las exposiciones a riesgos cambiarios sin cobertura.

El alcance y la naturaleza de los niveles de estrés en el flujo de caja adoptados dependerán de la clase y el tipo de activos involucrados y de la estructura financiera de la respectiva transacción.

Aun cuando el análisis de flujo de caja o los resultados obtenidos bajo diferentes tipos de estrés son importantes para determinar la clasificación de la transacción, la clasificación final será sujeta a la decisión del comité de clasificación. Los miembros del comité tomarán en consideración aspectos cuantitativos y cualitativos para tomar una decisión.

La clasificación de la Clasificadora contempla el pago completo del capital en la fecha de vencimiento legal, que a menudo puede estar fijada varios años después de la fecha de vencimiento esperada. Así, la Clasificadora evalúa si la distribución de intereses y los ingresos de principal, incluyendo las recuperaciones de los activos que han incumplido, serán suficientes para pagar los bonos en la fecha de vencimiento legal.

Períodos Revolventes

En algunas ocasiones las transacciones de SF presentan períodos revolventes, durante los cuales, por un tiempo específico, la cobranza de principal es usada para comprar cuentas por cobrar adicionales en lugar de amortizar los bonos. Los períodos revolventes exponen a los tenedores de bonos a riesgos adicionales a través de un horizonte de riesgo mayor, movimientos adversos en la calidad del activo y estándares de originación, e incrementos en los niveles de incumplimiento en comparación con portafolios estáticos.

La Clasificadora analizará los mitigantes estructurales a los riesgos antes mencionados, algunos de los cuales la Clasificadora ha observado que son gatillos de amortización temprana basados en el desempeño del activo, así como límites de concentración a la cartera con respecto a ciertas características (por ejemplo, *loan to value* (LTV)) que limiten el grado permitido de evolución de la cartera. La Clasificadora tomará en cuenta tales mitigantes en su análisis. Debido a los riesgos asociados con los períodos revolventes, la Clasificadora espera que sean limitados en tiempo, con la fijación de la duración del período dependiendo de las características del tipo de activo a ser titulizado o estructurado. La Clasificadora podrá declinar calificar o podrá limitar la clasificación máxima alcanzable de transacciones con períodos revolventes que presenten un riesgo excesivo (por ejemplo, períodos revolventes muy largos).

Para todos los tipos de estructuras financieras, la Clasificadora aplicará el criterio de flujo de caja para la clase de activo específico cuando sea relevante. Por ejemplo, el criterio puede especificar escenarios que involucren diferentes velocidades de prepagos, donde un estrés de prepago bajo es aplicado para determinar si un bono corto, con una fecha legal de vencimiento más próxima que la de los activos subyacentes se pagará por completo al momento de su vencimiento. Stress similares pondrían a prueba la capacidad de las estructuras para acumular suficientes fondos de capital que puedan cubrir los pagos *bullet* en la fecha de vencimiento legal. La Clasificadora también evalúa si la fecha legal de vencimiento brinda el tiempo necesario para resolver préstamos más allá de la fecha de vencimiento esperada. De manera similar, los bonos *pro rata* serán sometidos a prueba para evaluar si la mejora crediticia seguirá siendo suficiente en las etapas más avanzadas de una transacción, cuando el portafolio se ha amortizado considerablemente, por lo que pueden surgir problemas de concentración de activos o selección adversa.

Riesgo de Contraparte

Como parte de la evaluación de la estructura financiera, la Clasificadora analizará cualquier dependencia entre contrapartes – como la provisión de derivados, cuentas bancarias, o garantías financieras – ya que éstas representan una exposición crediticia más allá de la cartera titulizada de activos.

Generalmente, las transacciones de SF que son dependientes de la calidad crediticia de una entidad o de un proveedor de garantía, están ligadas crediticiamente a esas entidades (ante la ausencia de cualquier mitigante estructural).

IV. Riesgo Operacional

El Originador, fiduciario y el administrador (servidor) de activos titulizados pueden afectar el desempeño de los activos y, finalmente, de la transacción de SF. Por ello, como parte de su evaluación la Clasificadora revisará los procesos operacionales de cada Originador o administrador de activos de inversión que participan en una transacción de SF calificada por Apoyo & Asociados. Ya sea que se relacione con un puntaje interno, una opinión, o una clasificación pública, la evaluación puede llevar a ajustes en los niveles del caso base de pérdida esperada y mejora crediticia de la transacción; a la aplicación de un techo en la clasificación, o bien a que La Clasificadora prefiera no calificar la transacción.

La Clasificadora evalúa los riesgos asociados con los productos, programas y lineamientos del Originador, incluyendo aquellos riesgos incorporados en prácticas agresivas de originación y controles menos estrictos, puesto que estos activos se encontrarán más propensos a un mal desempeño que aquellos activos originados de acuerdo a lineamientos y controles más estrictos. La revisión tiene por objeto evaluar la posibilidad que el activo de un Originador se desempeñe igual, mejor o peor que los activos de otros Originadores dentro de su grupo de pares en tiempos de estrés. La propensión a un mejor desempeño (relativo al desempeño esperado para un portafolio con características similares originado por un Originador típico) puede verse reflejada en la calidad de los controles y el uso de mejores prácticas. La calidad de las prácticas y los controles también serán de particular importancia en las transacciones revolventes, donde los activos que se originarán en el futuro se venderán a la transacción usando los pagos de capital del portafolio existente.

En general, la Clasificadora espera que un Originador cuente con suficiente tiempo de operación en el mercado relevante y originando el producto que compone su cartera de activos. La Clasificadora también espera que el Originador entregue datos de desempeño histórico así como datos históricos de severidad de pérdida y recuperación de activos.

Revisión del Administrador (Servidor)

La principal responsabilidad del administrador es cobrar y distribuir los pagos de los activos subyacentes al fiduciario en beneficio de los inversionistas. En ciertos sectores de SF, los administradores tienen responsabilidades adicionales, tales como el avance de pagos de préstamos en mora y renegociaciones de préstamos. La revisión del administrador y el proceso de clasificación se encuentran diseñados para identificar y evaluar la calidad de los procesos de administración de préstamos y manejo de incumplimientos, el cumplimiento con las pautas establecidas, y la estabilidad operacional y financiera.

El proceso de clasificación del administrador evalúa la estrategia de la compañía para manejar activos de varios Originadores y bajo diversas condiciones, los procedimientos para mantenerse informado respecto a la legislación actual y los métodos para integrar estos cambios a sus procesos de administración. Además, el marco de control interno de un administrador resulta de especial importancia para la Clasificadora, ya que demuestra su compromiso para mantener adecuadas prácticas.

Cabe destacar que en el Perú, a diferencia de otros mercados desarrollados, no existen servidores especializados en la administración de cartera y/o activos. Por lo general esta labor es asumida por el Originador.

Decisiones de los inversionistas

La Clasificadora considera el plazo final legal de la transacción como parte de su análisis de clasificación. Como resultado, la Clasificadora asume que los inversionistas actuarán de manera

racional, y que no ejercerán opciones o derechos que causen un incumplimiento de pago o pérdida en un bono calificado por la Clasificadora, cuya clasificación refleje que la transacción puede continuar pagando hasta el plazo final sin resultar en una pérdida o impago. Ejemplos de esta situación incluyen opciones de los tenedores del bono para liquidar el colateral o recibir instrumentos alternativos en lugar de efectivo después de alcanzar un acuerdo. De manera similar, si ocurriese un incumplimiento en el pago del bono que resultara en el derecho de los tenedores del bono de reclamar un pago anticipado de las notas, pero la clasificación de la Clasificadora reflejara que el bono puede continuar pagando hasta el plazo final sin resultar en una pérdida, la Clasificadora asumirá como parte de su análisis que dicho derecho no será ejercido.

No obstante lo anterior, puede haber casos en los que los inversores voten para ejercer la opción de redimir todas las notas que posteriormente generarán una pérdida en el valor nominal de éstas.

Para aquellos casos en el que el ejercicio de derechos u opciones afectando a las clases subordinadas es a discreción de los tenedores de las notas senior, la Clasificadora valorará el posible impacto y reflejará el resultado en la clasificación asignada a las clases subordinadas. De manera similar, en aquellos casos en los que ocurran cambios a la prelación de pagos como resultado de un evento de incumplimiento o pago anticipado de las notas, en ese momento la Clasificadora considerará este posible impacto como parte de su análisis de clasificación ya que esto podría beneficiar a los tenedores de la clase “controladora” sobre los tenedores de los bonos de las otras clases.

Seguimiento

Una vez que la Clasificadora califica una transacción de SF y las calificaciones no son “*point in time*”, la transacción estará sujeta a un seguimiento continuo. De los cuatro factores principales descritos en este reporte, la calidad del activo, la estructura financiera y el riesgo operacional a menudo evolucionan durante la vida de una transacción. En contraste, el aislamiento del activo y las estructuras legales usualmente son estables y son afectadas solo por eventos específicos.

Con respecto a la calidad del activo, la estructura financiera y el riesgo operacional, la Clasificadora monitorea el desempeño de sus transacciones calificadas usando la información de desempeño del activo y remisiones de efectivo proporcionada por los administradores y fiduciarios, así como cualquier otra información relevante. El proceso de seguimiento implica varias funciones cualitativas y cuantitativas para evaluar el desempeño de las series calificadas, incluyendo el monitoreo de los indicadores de desempeño a nivel de cartera, comparando el nivel actual de mejora crediticia con las proyecciones o los supuestos sometidos a estrés, evaluando el impacto de los cambios en el mercado sobre el desempeño de las transacciones, y el análisis a nivel de préstamo.

Las clasificaciones se revisan formalmente al menos dos veces al año en el caso de emisiones de valores representativos de deuda de oferta pública (al menos una vez al año en el caso de las clasificaciones otorgadas en el marco de las actividades complementarias) por un comité de clasificación. Si una acción de clasificación parece ser justificada por razones como el desempeño de la transacción reportado, la Perspectiva (“*Outlook*”) de la Clasificadora sobre el desempeño del activo o la ocurrencia de un evento de crédito, una revisión de comité será llevada a cabo prontamente. Algunas transacciones se ven afectadas con mayor frecuencia por acciones de clasificación, particularmente si el desempeño del activo subyacente muestra un rápido deterioro.

Los eventos de crédito son sucesos discretos que pueden afectar el análisis crediticio de ciertas transacciones. Ejemplos de eventos de crédito incluyen: una reducción en la clasificación de una contraparte; un cambio en el marco legal; una modificación material a los documentos de la transacción; o cualquier otro evento que tenga un impacto crediticio material. La Clasificadora, al

observar o ser notificado de cualquiera de tales eventos, considerará el grado en el que el análisis de clasificación puede ser impactado.

Con respecto a los posibles eventos materiales, la Clasificadora llevará a cabo discusiones de crédito con respecto al caso en cuestión. En la medida en que se espere que el evento no tenga un impacto en las calificaciones, la Clasificadora puede publicar un comentario (*non-rating action commentary* o NRAC por sus siglas en inglés) con una descripción del evento, las calificaciones relevantes y los fundamentos detrás del análisis de la Clasificadora. Si se espera que un evento tenga un impacto en calificaciones, se convocará a comités de clasificación para las transacciones afectadas con la finalidad de determinar el alcance de dicho impacto. Las acciones de clasificación resultantes se publicarán en un comentario de acción de clasificación (*rating action commentary* o RAC).

Consideraciones Adicionales

Emisión y Seguimiento de Clasificaciones

El primer informe de clasificación de riesgo otorgado a un valor o conjunto de valores representativos de deuda de oferta pública deben efectuarse con la información financiera auditada anual del último ejercicio cerrado y la intermedia no auditada más reciente disponible, del emisor u originador.

Posteriormente, en el marco de la obligación de vigilar permanentemente las clasificaciones otorgadas, la Clasificadora debe emitir al menos dos veces al año informes de actualización, según los cronogramas establecidos y estados financieros de corte requeridos por los Reguladores. En el caso de las clasificaciones otorgadas en el marco de las actividades complementarias, la Clasificadora debe emitir al menos un informe de actualización al año. Adicionalmente, si la Clasificadora tomase conocimiento de alguna circunstancia o hecho que pueda repercutir en las clasificaciones otorgadas, podrá emitir un pronunciamiento al respecto.

En caso la Clasificadora asigne una clasificación de riesgo común a todo o parte de los valores representativos de deuda a ser emitidos en virtud de un programa de emisión, indicará si asume que se emitirá todo o parte del importe del programa o señalará los montos que asume se emitirán en los siguientes 12 meses.

La Forma y Frecuencia de Análisis del Mercado y Entorno

Como parte de su evaluación, la Clasificadora analizará, al menos una vez al año, el comportamiento de algunos indicadores relevantes para el sector al cual pertenece el Originador y/o los activos de la transacción clasificada (mercado, indicadores macroeconómicos u otros). Este análisis se realizará en la medida en que la Clasificadora tenga acceso a información pública y de fuentes confiables.

En el caso de realizar Informes Sectoriales o Notas de Prensa Sectoriales, la Clasificadora no podrá hacer referencia particular a emisores o personas jurídicas.

Modificaciones de la Metodología

En caso las metodologías sean modificadas, la Clasificadora aplicará dichas metodologías tanto para las clasificaciones de riesgo vigentes como para las subsiguientes. En el caso de las clasificaciones vigentes, la Clasificadora determinará si por aplicación de la nueva metodología tiene que modificar las clasificaciones otorgadas, lo cual se efectuará en un plazo máximo de seis meses.

Requerimiento de Información

La información detallada en el **Anexo I** contiene la lista con la información que usualmente se requerirá para clasificar Financiamientos Estructurados y para cumplir con la vigilancia permanente de las clasificaciones asignadas, la misma que podría variar en función de las características particulares del sector y/o las características propias de los activos y/o los instrumentos clasificados, entre otros.

En el caso de un Financiamiento Estructurado clasificado por primera vez se solicitará información financiera histórica de al menos tres a cinco años, salvo que se trate de entidades recientemente constituidas. En ese caso, Apoyo & Asociados evaluará si es factible emitir una opinión. En caso de ser factible, el análisis considerará las proyecciones esperadas respecto a su futuro desempeño, teniendo en consideración la información y experiencia de los accionistas, grupo económico y/o patrocinadores, entre otros.

Sin perjuicio de lo anterior, cada entidad clasificada está obligada a informar a la Clasificadora cualquier hecho relevante que pudiera tener impacto en sus clasificaciones, apenas tenga conocimiento del mismo.

ANEXO I

Información mínima requerida para Financiamientos Estructurados

Información General del Originador

- Estados Financieros auditados anuales (mín. de 3 a 5 años) y no auditados intermedios del presente ejercicio y similar periodo del ejercicio anterior
- Estrategia para los próximos años y su plan de financiamiento
- Política Comercial y Plan de Inversiones
- Estructura de deuda por plazos, monedas y tasas de interés. Indicar importe, amortización, vencimiento y garantías (incluidos avales y/o cartas fianzas otorgados, especificar el costo de ser el caso).
- Accionariado: principales accionistas y su participación
- Plana gerencial y organigrama
- Contingencias: cartas fianzas, juicios, avales, etc. (de ser el caso)
- Hechos de importancia de los últimos seis meses
- Política de dividendos
- Detalle de las Ventas por producto y/o tipo de cliente y/u otro que sea relevante
- Utilidad Bruta y/o EBITDA por principales líneas de negocio (de ser el caso)
- Información relevante del sector donde opera el Originador: participación de mercado (de ser posible), política de precios, barreras de entrada, etc.

Modelo Financiero

- Proyecciones Financieras en Excel (indicar supuestos)

Sobre el Financiamiento

- Contrato de Emisión
- Contrato de Fideicomiso (bancario o titulización)
- Estados Financieros auditados e intermedios del Patrimonio.
- Estados financieros auditados e intermedios de la Sociedad Titulizadora
- Reporte de los flujos que han ingresado al patrimonio autónomo. Detallar por cada Originador y/o tipo de cliente (si aplica)
- Informe sobre el cumplimiento de los compromisos y/o resguardos financieros
- Cronograma del pago de intereses y/o amortización de los bonos.
- Valorización y/o Tasación del Activo en garantía, de ser el caso

Nota: Información adicional podría ser requerida en función de las características particulares del sector donde opera el Originador y/o de las características de los activos y/o los instrumentos clasificados, entre otros.