

METODOLOGIA PARA CALIFICACION DE TITULARIZACIONES Y CUALQUIER TIPO DE FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

El desarrollo del mercado de capitales se ha visto reflejado en un alto nivel creativo en diferentes instrumentos estructurados dentro de los que se cuentan las titularizaciones de cartera hipotecaria, las titularizaciones inmobiliarias, la titularizaciones de flujos futuros generados en proyectos agropecuarios, industriales y de servicios, mediante la estructuración de títulos y mecanismos perfectamente diseñados para asegurar el repago oportuno del capital y de intereses a través de la creación de diferentes estructuras que minimizan en cierto modo el riesgo de pago.

Para este tipo de instrumentos **Value and Risk Rating S.A** tendrá en cuenta que los títulos tienen como fuente de pago los flujos de caja futuros generados por los activos subyacentes. La opinión de **Value and Risk Rating** se centrará en la manera como esta concebida la estructura para garantizar la capacidad de pago tanto de los intereses como del capital, y la manera como la estructura protege los intereses de los potenciales inversionistas

Para dar su opinión **Value and Risk Rating** tendrá en cuenta la información suministrada por el originador y demás participantes dentro del proceso (prospecto de emisión, contrato de fiducia, garantías, administración), información que se recopilará en los cuestionarios específicos, así como de la información capturada como resultado de la diligencia de calificación y el permanente contacto con el estructurador y originador de la titularización.

Los aspectos que cubrirá **Value and Risk Rating**, para el análisis de titularizaciones y financiamiento estructurado se cuentan:

1. Calidad crediticia del colateral, a través de la estimación de flujos ajustados bajo distintas condiciones de tensión.
2. Estructura de la emisión y proyecciones del flujo de caja. Lo anterior con relación a los flujos de ingresos netos estimados frente al servicio de la deuda.
3. Administración y control de los activos y los distintos vehículos legales involucrados, de modo que los recursos generados se encuentren correctamente administrados y canalizados hacia el pago de los títulos y obligaciones.
4. Aspectos legales. En este se incluirá un análisis de la concordancia entre el modelo financiero y su perfeccionamiento legal. Así mismo, el análisis considera el grado de inmunización o blindaje de la estructura con respecto al riesgo de insolvencia de los originadores y administradores de activos.

ASPECTOS BÁSICOS

La calificación de riesgo de titularizaciones y/o financiamiento estructurado, como la de todo título de contenido crediticio, es una opinión sobre la probabilidad que dicho título sea pagado en el tiempo y en las condiciones inicialmente pactadas y plasmadas tanto en el prospecto de emisión y colocación como en los respectivos contratos de fiducia y

administración. Estos títulos tienen como fuente de pago exclusiva los flujos de caja que producen los activos subyacentes entregados en garantía o los generados por el proyecto.

Value and Risk Rating en su análisis se pronunciará sobre la capacidad que tiene una emisión de esta clase de cumplir con los términos y condiciones establecidas en el prospecto de emisión. Esto es, sobre la probabilidad de que el contrato se cumpla a cabalidad.

Dentro de los principales aspectos que se tendrán en cuenta será el cumplimiento en los pagos establecidos en los términos y plazos pactados. Cualquier incumplimiento o atraso en los mismos se considera como un Default dado que no se está dando cumplimiento a cabalidad al contrato o prospecto de emisión.

Dependiendo de las condiciones y estructura de la emisión, podrán existir prendas o garantías adicionales que al ejecutarse permitirán que los acreedores recuperen todo lo contractualmente prometido y no experimenten pérdidas. Pese a ello, dado el atraso o incumplimiento de cualquier aspecto contractualmente pactado se considerará que la titularización se encuentra en Default.

Value and Risk Rating , realizará una evaluación de la calidad de la información de la que dispone para realizar la calificación. La calidad de la información presentada influirá en la toma de decisión de calificación. La seguridad y claridad en los contratos, así como la protección que se le brinde a los futuros inversionista a través de ellos, serán aspectos que **Value and Risk Rating** valorará positivamente. En este punto **Value and Risk Rating** solicitará la existencia de una opinión legal, previa a la calificación, con el objeto de asegurar que lo estipulado contractualmente no vaya en contravía de los intereses de los futuros inversionistas de los títulos y solicitará las modificaciones respectivas con el objeto siempre de proteger al futuro inversionista. De lo contrario reflejará dichas debilidades en la estructura legal en la calificación.

El proceso general de la calificación consta de las siguientes etapas:

1. Estructura de la emisión. Revisión general de la emisión la cual permitirá identificar claramente las variables de riesgo de la estructura. Para ello, se identificará el tipo de activos que forman el colateral; las características y el grado de concentración de los activos; las garantías y colaterales, así como los agentes involucrados y su grado de participación en la estructura y las proyecciones financieras.
2. Calidad crediticia del colateral y las garantías. Se trata de una evaluación esencialmente cualitativa que se realiza con el fin de identificar pérdidas potenciales y la efectividad de los mecanismos de garantías.
3. Administración y control. Análisis de la capacidad de la entidad que administra los activos para desempeñar eficiente y adecuadamente sus funciones conforme con lo estipulado contractualmente y la manera como ejerce el control para garantizar que los flujos administrados permitan el cumplimiento de las obligaciones con los inversionistas y terceros.
4. Proyecciones del flujo de caja y escenarios adversos que se tendrán en cuenta para verificar la capacidad para hacer frente a sus obligaciones en situaciones adversas y la eficiencia de los mecanismos de cobertura propuestos para enfrentar dichas acontecimientos.

5. Aspectos legales. Revisión del conjunto de documentos legales y en especial los contratos de emisión, colocación y fiducia. Estos deben ser consistentes con la estructura de la emisión planteada.

La calificación también involucra el concepto de “RiskVAR” o revisión especial, que captura cambios posibles en la calificación en el corto plazo relacionados con eventos o cambios drásticos de corto plazo que están en proceso de evaluación.

1. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

Se analizarán entre otros, las características generales de la emisión, el grado de concentración de los activos, la clase de activos titularizados, la calidad del colateral y las garantías, las seguridades adicionales propuestas, la calidad de los agentes involucrados, los contratos que soportan la emisión y la coherencia y consistencia de los flujos de caja proyectados. Los anteriores aspectos permitirán tener una visión de los principales riesgos que conforman la estructura y las variables críticas que deberán ser observadas y analizadas.

El análisis contempla la realización de pruebas de stress sobre el comportamiento de las principales variables con el objeto de verificar el grado de blindaje y protección que ofrece la estructura ante variaciones de dichas variables. Al realizar escenarios alternos bajo condiciones menos favorables es posible indentificar debilidades dentro la estructura que puedan afectar el cumplimiento de las obligaciones con los inversionistas de los títulos.

2. RIESGO CREDITICIO DEL COLATERAL Y GARANTIAS

Value and Risk Rating analizará el grado de certidumbre de pago de los activos que forman el colateral, con el fin de proyectar los flujos de ingresos y el nivel de riesgo que representa el originador de los títulos.

Para ello, un elemento clave que se considera es el grado de concentración de los activos que conforman tanto los activos titularizados como el de los colaterales.

Cuando exista un alto nivel de concentración se hará necesario el análisis específico y detallado de cada uno de los participantes generadores de ingresos. De otra parte, para aquellos que exista un alto nivel de diversificación se realizará un análisis en conjunto, dando un alto nivel de importancia a aquellos generadores de ingresos que puedan tener una mayor participación frente a otros. Es decir si existen dependencias o participaciones importantes de alguno de los participantes y el riesgo que puede implicar para los títulos.

En el caso de titularizaciones que involucren títulos de contenido crediticio, se tendrán en cuenta los siguientes aspectos:

- Estructura del proceso de originación
- Características del activo, cartera o instrumento titularizado o estructurado;
- Calidad de las seguridades y garantías y la manera como se instrumentan para garantizar su eficiencia en el evento de requerirse.
- Determinación de la pérdida potencial

➤ Estructura del Proceso de originación

Para el análisis y evaluación de la riesgo y calidad crediticia de los activos transferidos al patrimonio autónomo se tiene en cuenta las características del activo que se titulariza. Dependiendo como se encuentre concebida la estructura se definirá el grado de importancia y relevancia que tendrá el originador y los activos titularizados mediante una coherente y adecuada estructura.

Para el caso de titularizaciones de productos agropecuarios será de vital importancia la calidad y consistencia de los mecanismos así como la estructura para garantizar que los flujos de la venta de los productos garanticen el cumplimiento de las condiciones pactadas. En este evento el administrador de los activos subyacentes gana especial relevancia.

Para evaluar un proceso de originación será muy importante evaluar el originador. Para ello se hará especial énfasis en aspectos cualitativos como la trayectoria, la experiencia en el negocio, la estructura de gobierno corporativo, la calidad de su equipo de trabajo y experiencia, el posicionamiento en el mercado, entre otros, dependiendo el tipo de entidad sea esta, financiera o del sector real o de servicios, de acuerdo con la metodología establecida. Así mismo, se tendrán en cuenta el análisis de aspectos cuantitativos como la fortaleza financiera, las proyecciones y su consistencia con lo registrado en periodos previos, así como el análisis de indicadores que permitan verificar la solvencia y capacidad de pago del originador. Para el caso de instituciones financieras por ejemplo se tendrá en cuenta la metodología establecida para el análisis de este tipo de entidades.

➤ Características del activo titularizado

La cartera de activos titularizados será analizada en su conjunto. Si los activos titularizados se encuentran concentrados en pocos activos se hará una revisión individual de cada activo. Lo mismo sucederá cuando el colateral se encuentre conformado por derechos sobre obligaciones o créditos de uno o pocos deudores.

Para el caso de titularización de activos de productos agropecuarios se realizarán un análisis de la calidad del activo a titularizar, esto es que exista un mercado amplio y suficiente para su comercialización, que la volatilidad y el comportamiento de los precios de venta sean suficientemente cubiertos a través de los mecanismos de garantía que contempla la estructura, entre otros aspectos.

En el evento en que los activos titularizados se encuentren compuestos por activos homogéneos y suficientemente diversificados, se identificarán las características que puedan ser relevantes para un análisis de riesgo de tipo probabilístico.

En el caso de los créditos hipotecarios, se tendrán en cuenta aspectos que puedan condicionar la probabilidad de pago tales como seguros tomados por el deudor, saldo de los créditos versus el valor del inmueble (loan to value), valor de las garantías, razón deuda/garantía, carga financiera de los deudores, moralidad crediticia del deudor y comportamiento histórico de pago. Así mismo, en la cartera de créditos se tendrá en cuenta la categoría o combinación de categorías a la que corresponden los créditos, conforme a

las normas sobre evaluación de cartera . El cumplimiento del requisito se acreditará mediante certificación del Revisor Fiscal de la respectiva entidad financiera.

En la cartera de entidades no vigiladas por el ente de control , la calidad de los créditos deberá corresponder a las condiciones de dichas categorías, según certificación del revisor fiscal de la empresa.

➤ Calidad de las seguridades y garantías

Es posible que en la mayoría de los casos existan garantías y prendas que respalden los activos que formarán parte del colateral de un patrimonio autónomo separado.

Value and Risk Rating tendrá en cuenta para efectos de la calificación la existencia de garantías, prendas y colaterales adicionales que respalden la emisión. En el evento en que los activos que se pretende titularizar no ofrezcan por si solos el suficiente respaldo para el pago de las obligaciones, pero se agrupan en patrimonios autónomos debidamente estructurados que generan mayor blindaje ante posibles efectos adversos, **Value and Risk Rating** ponderará positivamente la existencia de una adecuada estructura que permita disminuir los riesgos a través de colaterales y creación de diversos fondos de cobertura que protejan a los futuros inversionistas de los títulos.

En el caso de grandes portafolios con créditos homogéneos, diversificados y con presencia de colaterales, **Value and Risk Rating** realizará un análisis del flujo de caja bajo condiciones de tensión simulando situaciones de incumplimiento en el pago y recuperaciones por liquidación de garantías para verificar que las mismas son suficientes para asegurar el repago oportuno de los títulos. Con base en lo anterior, para asignar una calificación se tendrá en cuenta entre otros aspectos:

- El valor de las pérdidas esperadas de acuerdo a la categoría de Rating de cada uno de los créditos titularizados;
- Grado de liquidez y fortaleza de las garantías
- La pérdida probable por disminución en el valor de las garantías y los costos asociados a su liquidación.
- La probabilidad de prepagos y la forma en que se encuentra estructurada la emisión para mitigar los riesgos que se producen por este concepto.
- Los niveles de morosidad de la cartera titularizada
- Garantías adicionales.

De otro lado, para el caso de créditos hipotecarios se evaluará el porcentaje de cartera castigada durante los últimos tres años, excluyendo la cartera recuperada y el porcentaje de cartera no castigada que haya presentado morosidades de 30, 60 y 90 o más días a partir de su vencimiento, durante los últimos tres años

Para el caso de titularizaciones de productos relacionados con el sector real, como por ejemplo titularizaciones de productos agropecuarios, se hará especial énfasis en aspectos como las volatilidades en el precio del producto que se titulariza, los factores de riesgo que influyen en dicho precio, los mecanismos por medio de los cuales se fijan y controlan las fluctuaciones en los precios, las proyecciones del mismo. La estructura deberá contar con mecanismos robustos que permitan cubrir las fluctuaciones en los precios del activo subyacente para poder acceder a mejores calificaciones.

Adicionalmente, **Value and Risk Rating** analizará el procedimiento llevado a cabo por el estructurador del proceso para el cálculo del índice de siniestralidad. En este sentido, se evaluarán las variables tenidas en cuenta que puedan incidir en eventuales pérdidas del patrimonio autónomo constituido para efecto de la titularización, como en la desviación del flujo financiero esperado.

Se tendrán en cuenta adicionalmente aspectos como probables quiebras o liquidaciones del originador, la manera como la estructura blindada la probabilidad de ingreso a ley de quiebras o reestructuración y las seguridades y blindajes adicionales que ofrece la estructura para garantizar la prioridad de pago de los títulos.

➤ **Determinación de la pérdida potencial**

La metodología comprende la realización de pruebas de stress y ajustes a los flujos futuros de los activos titularizados de manera que puedan identificarse las bondades de los mecanismos de cobertura propuestos y el blindaje que presenta la estructura frente a caídas en los flujos futuros esperados.

El proceso para la determinación de las pérdidas potenciales se puede dividir en tres etapas:

1. Identificación de las variables críticas

Se identifican las variables críticas que comprende la estructura y los riesgos asociados que las afectan. Por ejemplo la volatilidad del precio en un producto agropecuario o el comportamiento del índice de morosidad en una cartera hipotecaria. Es decir, se ponderan y tienen en cuenta las principales fuentes de incertidumbre y variables que puedan afectar la estructura de ingresos esperada para el cumplimiento de las condiciones prometidas.

2. Definición del supuesto

Dependiendo del tipo de activo, se realizan supuestos sobre su probable comportamiento de acuerdo con la información histórica y proyectada.

Value and Risk Rating realizará supuestos, para cada categoría de riesgo, teniendo en cuenta variables como el crecimiento futuro de las tasas de interés, el producto interno bruto, la inflación, el efecto de la devaluación, así como la variabilidad y volatilidad de los precios de un determinado activo titularizado, entre otros aspectos.

Para determinar y fijar los supuestos que se utilicen se tendrá en cuenta, cuando a ello haya lugar, y en la medida de la disponibilidad de la información, estudios del comportamiento histórico de precios o de pago de cada tipo de activos en diferentes situaciones de crisis, evidencias internacionales y apreciaciones cualitativas de expertos. Así mismo y según el caso, se utilizará la información histórica que el originador se encuentre en capacidad de entregar respecto del comportamiento de los activos.

Value and Risk Rating valorará positivamente la calidad de la información estadística y estudios de comportamiento de las variables relevantes en un proceso de titularización.

Las titularizaciones y emisiones estructuradas que accedan a las mayores calificaciones serán aquellas en las que la estructura responda adecuada y suficientemente a supuestos más exigentes. Vale la pena aclarar, que para efectos de análisis de escenarios bajo condiciones adversas **Value and Risk Rating** tomará en consideración escenarios de stress o tensión que involucren el peor escenario comparable en periodos de crisis de las variables críticas identificadas.

3. Aplicación de los ajustes

Los ajustes que se aplicarán dependerán de las características particulares y especiales del activo que se titularice. La manera como se encuentre definida la estructura permitirá aplicar ajustes especiales para determinar la capacidad de la misma para hacer frente a escenarios adversos. Los sobrecolaterales y mecanismos de garantía planteados dentro de la estructura son los que ofrecen un respaldo frente a la ocurrencia de pérdidas potenciales o desviaciones en los flujos de caja esperados.

Por tal razón, **Value and Risk Rating** valorará positivamente la existencia de sobrecolaterales que permitirán mejorar la calidad crediticia. Dentro de algunos ejemplos de colaterales se cuentan: fondos de reserva para pago de capital e intereses, garantías líquidas o avales de entidades financieras en eventos de incumplimiento, subordinación de series; garantías estatales líquidas; reemplazo de los activos en default por parte del originador y demás esquemas de garantías que podrán generarse de acuerdo a la creatividad del estructurador.

3. CALIDAD DE LA ADMINISTRACIÓN Y EL CONTROL

Value and Risk Rating emitirá una opinión de la calidad crediticia de todos los participantes que intervengan en forma directa en el proceso, ya sea como administradores del patrimonio autónomo, garantes, avalistas o agentes de manejo de los activos. Esta opinión podrá basarse a través del estudio de riesgo específico de la parte involucrada o teniendo en cuenta la calificación otorgada por otra agencia de calificación nacional o internacional.

Será muy importante que el participante dentro del proceso tenga una calificación acorde con el papel que desempeñará dentro de la estructura, por que para **Value and Risk Rating** será muy importante verificar que todas las partes involucradas en la titularización cumplan a cabalidad con las obligaciones contractuales fijadas dentro de la estructura.

Si cualquiera de los agentes no cumple con una apropiada calificación de riesgo, **Value and Risk Rating** valorará que dentro de la estructura se establezcan mecanismos de reemplazo por otras entidades que si lo cumplan. Así mismo, una entidad sin calificación de riesgo puede eventualmente ser participe directo en la transacción, siempre que no otorgue un respaldo financiero. Sin embargo, será necesario realizar un estudio de riesgo para verificar su idoneidad para participar en el proceso. Para ello, dependiendo de las características de la entidad que participe en el proceso será indispensable desarrollar un proceso metodológico para el análisis del riesgo que implica dicha entidad, apoyándose en las diferentes metodologías con las que cuenta **Value and Risk Rating** para el análisis de diferentes tipologías de clientes.

3.1. Eficiencia en la administración de los activos

Las obligaciones y facultades de los administradores de carteras y activos se establecen mediante contratos, los cuales serán revisados por **Value and Risk Rating** como parte de la documentación legal de la emisión.

Es esencial que los activos sean administrados adecuadamente, con el objeto de garantizar que los flujos que se generarán lleguen al patrimonio autónomo, en los montos y condiciones estipulados en los contratos que soportan la emisión.

Value and Risk Rating , valorará positivamente que la estructura de la titularización contemple la posibilidad de poder sustituir al administrador sin que esto impida el pago oportuno tanto de capital como de intereses de los títulos. **Value and Risk Rating** analizará e identificará cualquier conflicto de interés que pudiera tener la administración que pueda influir negativamente en la ejecución transparente de las actividades. Por tal razón, desde el inicio del proceso y como información fundamental para el análisis se deberá informar cualquier relación que exista entre el administrador o sus filiales frente al originador, garantes u otros agentes involucrados en la transacción.

3.2. Administración del patrimonio autónomo

Teniendo en cuenta que en una titularización la fuente principal de repago de los títulos es el conjunto de activos que forman el colateral. **Value and Risk Rating** evaluará las perspectivas y aspectos que puedan influir en el buen desempeño de los activos titularizados. Se tendrán en cuenta la calidad y los procedimientos llevados a cabo por el administrador para asegurar que los activos sean adecuadamente monitoreados y controlados.

Se valorará positivamente el hecho de que a través de los contratos se garantice un monitoreo permanente y efectivo del colateral. Así mismo, la existencia de indicadores de desempeño del activo titularizado y el control seguido por el administrador será un aspecto que se ponderará al evaluar la capacidad de los administradores del patrimonio autónomo.

Tanto en los seguimientos trimestrales, así como en las revisiones periódicas anuales y extraordinarias que se harán de la titularización se tendrá en cuenta los seguimientos y procedimientos llevados a cabo por el administrador para realizar un control de los resultados reales alcanzados versus las proyecciones iniciales, así como las medidas correctivas para asegurar el cumplimiento de las proyecciones iniciales.

Dependiendo del tipo de activo titularizado **Value and Risk Rating** realizará un seguimiento del precio de mercado de los activos que forman parte de la titularización, así como de las garantías que dan respaldo a la emisión. De otro lado, hará un seguimiento cercano del patrimonio autónomo para verificar que cambios legales, tributarios o la incurrencia de pagos adicionales no contemplados dentro de la estructura, que de realizarse puedan influir en el flujo de caja y en los mecanismos de garantía planteados.

Value and Risk Rating dará especial atención a la capacidad organizativa y recursos del administrador así como de la estructura de la titularización para cumplir con sus responsabilidades de seguimiento y control.

4. PROYECCIONES DEL FLUJO DE CAJA

En esta parte del análisis **Value and Risk Rating** tendrá en cuenta las características de la estructura de ingresos y pagos de la emisión. Cabe anotar que una titularización, de acuerdo como se encuentre estructurada podrá tener diferentes mecanismos de ingresos y egresos. La manera como estos se encuentren estructurados y proyectados adecuadamente dependerá el concepto de calificación

Teniendo en cuenta que la estructura de la emisión responde a un proceso de estructuración financiera liderado por el emisor, en el cual los ingresos netos ajustados generados por el patrimonio autónomo, se calzan con los egresos por pago de intereses y amortizaciones de los títulos, **Value and Risk Rating** analizará y sensibilizará el grado de liquidez con el que contará el patrimonio autónomo, independientemente de la estructura de garantías y reservas mínimas que se contemplen en los contratos legales de emisión.

Proyecciones de flujo de caja

Teniendo en cuenta que las características de la estructura de ingresos generados por los activos y los costos asociados al patrimonio autónomo, determinan las proyecciones base de ingresos y egresos, **Value and Risk Rating** evaluará de manera positiva que los flujos acumulados al final de cada periodo sean positivos durante la vigencia de los títulos. Para lo anterior se tendrá en consideración la existencia de fondos de reserva y otro tipo de mecanismos que garanticen una adecuada cobertura del servicio de la deuda.

Ajustes tanto a los ingresos como a los egresos

La metodología comprende la realización de ajustes a los ingresos con el objeto de identificar debilidades en la estructura bajo supuestos menos favorables y por tanto la generación de déficits de caja.

En el evento en que existan ingresos financieros producto de los excedentes del patrimonio autónomo, estos se incluirán dentro del flujo de caja ajustado. Dependiendo el tipo y clase de titularización estos excedentes pueden llegarse a generar como consecuencia de prepagos realizados o en “covenats” especiales en donde se da prioridad a la acumulación de recursos y fondos de reserva para el pago de intereses y capital así como la estructuración de otros mecanismos que permiten generar excedentes, de acuerdo con las particularidades de cada emisión o estructuración.

El riesgo de reinversión de excedentes es un riesgo que **Value and Risk Rating** tomará en consideración, ya que el hecho de que los fondos excedentarios no puedan invertirse en las tasas de rentabilidad estimadas en el momento de la emisión podrá generar problemas de liquidez que deberán ser evaluados. Por tal razón **Value and Risk Rating** tomará en consideración para efectos de la ponderación en la calificación final, los mecanismos contemplados en la estructura para mitigar dicho riesgo.

Con relación a los ajustes que se realizarán a los egresos o gastos, **Value and Risk Rating** realizará los respectivos análisis para garantizar y verificar que los gastos en que incurra el patrimonio autónomo se encuentren de acuerdo en los términos establecidos en los contratos que soportan la emisión.

Adicionalmente, **Value and Risk Rating** aplicará ajustes en los costos, cuando considere que se hace necesario realizarlos de acuerdo con las condiciones del mercado y las expectativas y perspectivas hacia el largo plazo.

La capacidad del patrimonio autónomo de hacerse cargo de todos los gastos es un factor que se ponderará dentro de la calificación. El pago de gastos no contemplados inicialmente dentro de la estructura o el no realizar el pago de los servicios contratados podría acarrear riesgos legales con el correspondiente desajuste en el flujo de caja.

Por tal motivo, **Value and Risk Rating** realizará los respectivos análisis para asegurarse de que el flujo de caja generado por los activos va a ser suficiente para cumplir con sus obligaciones y valorará positivamente la existencia de estructuras que contemplen planes de contingencia para hacer frente a gastos no contemplados inicialmente.

Garantías y seguridades

Un aspecto muy importante en la evaluación que realizará **Value and Risk Rating** será la existencia de adecuadas seguridades y garantías externas, que protejan los intereses de los inversionistas. En este aspecto se tendrán en cuenta aspectos como claridad en los respectivos contratos acerca del manejo y propiedad de los excedentes generados, criterios y limitaciones para permitir el retiro de los mismos (exigencia de indicadores mínimo de cumplimiento para repartir excedentes y/o conformación de fondos de reserva entre otros).

Se tendrá en cuenta la calidad, solvencia y liquidez de las garantías, así como la capacidad financiera de la entidad o mecanismos que brinda dichas garantías.

Value and Risk Rating tendrá en cuenta el nivel de calificación, solvencia y capacidad de la entidad o agente que brinda la garantía y valorará que la calificación de dicha entidad se encuentre acorde con el nivel de riesgo que representan los títulos objeto de la titularización. Es posible que la entidad que ofrece la garantía no cuente con calificación de riesgo, evento en el cual **Value and Risk Rating** podrá realizar la evaluación de riesgo del garante.

Realización de análisis de sensibilidad y escenarios adversos

Los ajustes que realizará **Value and Risk Rating** corresponderán a supuestos específicos sobre el comportamiento de ciertas variables relevantes en el tiempo. Es posible que el desempeño de dichas variables difiera en la práctica de los valores tenidos en cuenta para realizar las proyecciones. Es por esta razón, que se requiere la realización de escenarios de crisis o tensión para efectos de verificar el blindaje de la estructura. Además, es posible que puedan existir variables que a pesar de no ser relevantes, tengan un impacto negativo en los flujos, razón por la cual **Value and Risk Rating** realizará un análisis de sensibilidad de dichas variables.

Los análisis de sensibilidad tanto a los ingresos como a los egresos, serán determinantes para verificar la adecuada constitución de fondos de reserva y garantía, cuando a ello haya lugar. Por tal razón, la sensibilidad aplicada a los flujos son una clara medida del riesgo al que se encuentra expuesta la emisión ante el acontecimiento de situaciones adversas.

A través de estas sensibilidades es donde se determina el verdadero blindaje de la emisión y protección de los inversionistas, así como la calidad y fortaleza de las garantías.

El grado de exigencia en las sensibilidades que se realicen determinarán el nivel de la calificación de riesgo. Para acceder a las más altas calificaciones una emisión estructurada o titularización deberá ser capaz de soportar escenarios extremos, sin afectar su capacidad para el pago de sus obligaciones.

5. ASPECTOS LEGALES

Se tendrán en cuenta las disposiciones legales en la materia con respecto a los procesos de titularización, los tipos de instrumentos, así como los derechos que incorporan.

Dentro de este contexto legal se establecen los plazos mínimos de redención de los títulos y los mecanismos a través de los cuales pueden estructurarse el proceso de titularización, así como las partes que pueden intervenir en el proceso. Además del originador, se establecen las responsabilidades de los diferentes actores como el agente de manejo, el administrador, y la entidad colocadora. Así mismo, se tendrán en cuenta las normas con respecto al cálculo del índice de siniestralidad y mecanismos de cobertura o de apoyo crediticio que permitan cubrir como mínimo 1.5 veces el índice de siniestralidad.

Value and Risk Rating tendrá en cuenta en sus análisis el cumplimiento de las disposiciones legales para todo tipo de proceso de titularización y realizará un análisis cuidadoso de todo el soporte legal que sustenta la emisión. El análisis además de verificar el cumplimiento de las disposiciones legales hará énfasis en los mecanismos legales establecidos en los diferentes contratos para la protección de los intereses de los inversionistas en los títulos.

La estructura de los diferentes contratos que soportan la emisión debe coincidir y ser coherente con lo contractualmente establecido. Todos los contratos deben guardar relación con respecto al cubrimiento a los riesgos a los que pueda estar expuesta la emisión. **Value and Risk Rating** valorará positivamente la existencia de contratos que garanticen en todo momento que los intereses de los inversionistas en los títulos se encuentren siempre resguardados.

Dentro de los aspectos que **Value and Risk Rating** tendrá en cuenta en su análisis serán la certeza de la transferencia total de cada uno de los activos que forman el patrimonio autónomo independiente, la efectiva constitución de colaterales y garantía que respaldan la emisión y la manera en que estas operarían en el evento de requerirse y sus plazos.

En el evento en que no exista una normativa clara sobre algún aspecto legal que se considere de importancia conocer antes de dar una opinión de riesgo, dentro del proceso de calificación se solicitará un concepto legal independiente.

Prospecto de emisión y otros contratos que lo soportan

Es el principal documento en donde debe hacerse una descripción clara y precisa de la naturaleza del patrimonio a cuyo cargo se emitirán los valores objeto de calificación, especificando el valor de los mismos, así como la metodología establecida para definir su valor. En dicho documento además de presentarse los flujos de caja proyectados y las garantías y seguridades, se especifica información general acerca del agente de manejo y del agente colocador. Normalmente el prospecto de emisión deberá ir acompañado de contratos complementarios que soportan y documentan dicho prospecto, principalmente en lo referente a la manera como operarán los mecanismos de garantía.

Value and Risk Rating se pronunciará acerca de la calidad y consistencia de los contratos frente al proceso de titularización, así como de las seguridades efectivas que ofrecen para garantizar la prorección de los intereses de los inversionistas.

6. CALIFICACIÓN FINAL

Las categorías o escalas de calificación para titularizaciones y emisiones estructuradas que utilizará **Value and Risk Rating** para titularizaciones y emisiones estructuradas se detallan a continuación. Cabe anotar que para hacer referencia a las calificaciones que se asignen a escala local en Panamá, la Calificadora acompañará la calificación asignada con la sigla entre paréntesis (Pan). Por ejemplo AA+ (Pan)

ESCALAS DE CALIFICACION

Corto plazo (igual o inferior a un año)

GRADOS DE INVERSION

Nivel alto

VrR 1 Corresponde a la más alta categoría en grados de inversión. Indica una muy alta probabilidad en el pago de las obligaciones. Los factores de protección y estructura se consideran muy buenos.

Nivel Bueno

VrR 2 Es la segunda categoría de los grados de inversión. Indica una buena y suficiente probabilidad de pago de las obligaciones, sin embargo, esta capacidad no es tan alta en comparación con emisiones calificadas en mejor categoría. Los factores de protección para con terceros y la estructura de la titularización es buena pero de menor robustez con respecto a titularizaciones calificadas en mejor categoría. Aunque los factores de protección y estructura de la emisión son buenos, estos pueden verse afectados por factores tanto internos como externos.

Nivel satisfactorio

VrR 3 Es la más baja categoría en grado de inversión. Indica una satisfactoria probabilidad de pago de obligaciones. Aunque existen protección y estructura adecuadas, los factores de riesgo son mayores y están sujetos a variaciones.

Adicionalmente para las categorías VrR 1 a VrR 3, **Value and Risk Rating** RATING S.A, utilizará la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor gradución del riesgo relativo dentro de las categorías principales.

• GRADO DE ALTO RIESGO-ESPECULATIVO

Nivel que no clasifica para inversión

VrR 4 Es la primera categoría de alto riesgo o en grado especulativo; la probabilidad de pago es insatisfactoria, ya que no existe la suficiente protecciones y estructura para atender la obligaciones. Los factores de protección están sujetos a un alto grado de variación.

Nivel de incumplimiento

VrR 5 Corresponde a la categoría en la cual la titularización presenta incumplimiento en el pago de sus obligaciones.

Nivel sin suficiente información

VrR 6 Esta categoría es considerada sin suficiente información para calificar.

Value and Risk Rating empleará las siguientes categorías para la calificación. Esta calificación se aplicará para evaluar la calidad instrumentos de deuda con vencimientos originales de más de un año.

• GRADOS DE INVERSION

Nivel alto

AAA La estructura financiera, la administración, protección de riesgos y garantías es excelente, razón por la cual existe la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.

AA La estructura financiera, la administración, protección de los riesgos y garantías son muy buenas, razón por la cual existe una alta capacidad para pagar intereses y devolver el capital, con un riesgo incremental limitado en comparación con las titularizaciones o emisiones calificadas con la categoría más alta.

Nivel bueno

A La estructura financiera, la administración, protección de los riesgos y garantías son buenas, razón por la cual existe una buena capacidad de pago de intereses y capital. Aunque los factores de protección se consideran adecuados, las titularizaciones o

emisiones pueden ser más vulnerables a acontecimientos adversos que aquellas calificadas con menor nivel de riesgo.

Nivel satisfactorio

BBB La estructura financiera, la administración, protección de los riesgos y garantías se consideran aceptables. Es la categoría más baja de grado de inversión; que indica una capacidad suficiente para el pago de intereses y capital. Sin embargo, las titularizaciones o emisiones calificadas en BBB son más vulnerables a factores adversos que aquellas calificadas en categorías más altas.

• GRADOS DE NO INVERSIÓN

Corresponde a categorías de alto riesgo o especulativo en las que no existe certeza del repago oportuno de capital e intereses.

Nivel que no clasifica para inversión

BB La estructura financiera, la administración, protección de los riesgos y garantías se consideran precarias y sensibles. Esta calificación sugiere que existe una menor probabilidad de cumplimiento respecto a emisiones o titularizaciones calificadas en mejores categorías. En esta categoría la capacidad de pago de intereses y capital es moderada y existe un nivel de incertidumbre que podría afectar el cumplimiento de las obligaciones.

B La estructura financiera, la administración, protección de riesgos y garantías es baja y muy sensible. Las emisiones calificadas en esta categoría indican un nivel más alto de incertidumbre y por lo tanto mayor probabilidad de incumplimiento que las titularizaciones o emisiones con mayor calificación; la capacidad de pago es mínima. Cualquier acontecimiento adverso podría afectar negativamente el pago oportuno de capital e intereses.

C La estructura financiera, la administración, protección de riesgos y garantías es prácticamente inexistente. Las emisiones o titularizaciones calificadas en C tienen una clara probabilidad de incumplimiento, debido a que no cuentan con la capacidad suficiente para el pago del capital e intereses. Existe un alto riesgo ya que la continuidad de los pagos depende de un cambio radical favorable en las condiciones financieras y económicas.

Nivel de incumplimiento

D Titularización o emisión en incumplimiento.

Nivel sin suficiente información

E Sin suficiente información para calificar.

Adicionalmente para las categorías de riesgo entre AA y B, la calificadora utilizará la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación del riesgo relativo o una aproximación a una mayor o menor categoría de riesgo.

De otro lado, **Value and Risk Rating** señalará con, “RiskVAR” una calificación cuando esta requiera una observación especial producto de acontecimientos y eventos drásticos de corto plazo que puedan motivar un cambio sustancial en las variables claves de la compañía y por tanto una probable modificación en la calificación. Lo anterior motivará la solicitud de información adicional con el objeto de revisar la calificación vigente.

No necesariamente una calificación que se encuentre en “RiskVar” será objeto de ser modificada. Las calificaciones colocadas en “RiskVAR” podrán tener una calificación “positiva”, “negativa” o “en proceso”. La designación “positiva” significa que la calificación podrá subir, “negativa” que podrá bajar, y por su parte “en proceso” que podrá subir, bajar o ser confirmada.

CONTROL DE CAMBIOS

No.	OBSERVACIÓN	ACTA COMITÉ TÉCNICO	FECHA	FECHA DE PUBLICACIÓN
1	Aprobación metodología	682	7 de diciembre de 2023	12 de diciembre de 2023