Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
11/09/2017 3:21 PM s.martinez
60394

PCR | PACIFIC CREDIT RATING

Metodología de calificación de riesgo de títulos de flujos futuros corporativos titularizados (República Dominicana)

Concepto	Nombre y apellido – Cargo	Firma	Fecha de firma
Elaborado por	Jorge A. Enríquez Jefe de Metodologías	jea	Septiembre 04, 2016
Revisado por	Ximena Redín Jefe de Análisis y Control de Calidad		Septiembre 09, 2016
Aprobado	Oscar Jasaui Presidente Ejecutivo		Septiembre 09, 2016

Índice

1. Objetivo 3

2. Alcance 3

3. Condiciones básicas 3

4. Condiciones especificas 3

Principales factores de análisis 3

Calificación 3

Análisis del flujo de Caja 4

Factores Cuantitativos 4

Riesgo del producto 5

Escenario Base 5

Métricas de deuda 5

Categorías de calificación 6

1. **Objetivo**

   Describir los métodos y criterios de calificación de riesgo de flujos futuros corporativos titularizados utilizados por PCR.

2. **Alcance**

   El presente instructivo es aplicado en la evaluación de los clientes nuevos y vigentes por la oficina de PCR en República Dominicana. Para cualquier información se puede contactar al correo electrónico metodologias@ratingspcr.com.

3. **Condiciones básicas**

   La calificación incorpora el análisis de la probabilidad del originador de producir y entregar un producto específico a cliente conocidos y asegurar que dichos clientes puedan remitir el flujo de caja generado de las facturas en una cuenta colectora restringida para el originador.

   En las titularizaciones corporativas la calificación está determinada por los factores que se consideran en la metodología de emisión de deuda corporativa en el ámbito de la Industria. Se analiza el riesgo de la industria de la corporación, con énfasis en los siguientes aspectos:

   - Características de la industria. Análisis de los fundamentos de la industria, si esta se encuentra en crecimiento, maduración, o si es altamente competitiva.
   - Sector. Análisis de la competencia macroeconómica, factores que afecten al sector.
   - Barreras a la entrada y contexto regulatorio. Sectores que tengan monopolios naturales, sectores que requieran licencias o permisos para operar, sectores donde algunos jugadores tengan el dominio del mercado.
   - Vida económica. La habilidad de generar flujos futuros por el tiempo de vida de la emisión. Cambio tecnológicos, nuevos competidores, productos sustitutos.
   - Información de la empresa. Estados financieros de la empresa de los últimos 5 años, indicadores de tendencia, estrategia de largo plazo, posicionamiento de la marca, gobierno y recursos humanos, accionistas.

4. **Condiciones especificas**

   Principales factores de análisis

   - Riesgo del desempeño de la empresa: pagar a tiempo los valores titularizados depende completamente de la continuidad en la generación de derechos de pago. El originador debe continuar operando para seguir generando el flujo de caja que será utilizado para el pago del servicio de deuda. Una estructura típica de flujos futuros titularizados provee protección legal a los intereses de los inversionistas en la titularización de los flujos de caja mientras la compañía siga operando.
   - Flujo futuro de deuda relativo al balance general.
   - El producto: los atributos del producto son tomados en cuenta.
   - El cliente: (comprador) Si el riesgo del mayor comprador no puede ser mitigado, la calificación de la transacción sería limitado a la calificación del comprador.
   - Estructura: se revisa que la estructura provee de una adecuada seguridad a los inversionistas.
   - Análisis legal: los derechos de la titularización sobre los pagos.

   Calificación

   En estos casos, generalmente la calificación de la emisión de flujos futuros está por encima de la calificación del originador, luego de considerar la habilidad de la compañía de seguir operando más allá de un incumplimiento general en sus obligaciones y seguir generando derechos de pago durante el plazo de la transacción ("going concern"). La calificación dependerá de la composición de los flujos futuros; si existen compromisos de compra por otras empresas, la calificación dependerá en gran medida del nivel crediticio del cliente. Los niveles adicionales de calificación dependerán de la habilidad y voluntad de la institución de mantener operaciones y volúmenes de producción suficiente para generar el flujo de caja para el beneficio del flujo futuro de la transacción.

La calificación de riesgo podrá ser mayor de 0 a 6 notches (niveles) con respecto a la calificación del originador, en función del nivel de riesgo de la compañía para continuar operando.

5 a 6 notches (niveles)	La continuidad de la operación después de incumplimiento es muy posible
3 a 4 notches (niveles)	La continuidad de la operación después de incumplimiento es posible y se anticipa.
1 a 2 notches (niveles)	La continuidad de la operación después de incumplimiento es menos probable.

Flujo futuro de deuda relativo al balance general

Un aspecto importante es la participación que representa la deuda del total de obligaciones del originador. Para que la transacción obtenga la máxima calificación, la deuda que va ser titularizada debe ser pequeña y tener fuerte seguridad con en relación al resto de la deuda del originador.

El ratio de titularizado con respecto al total de deuda corporativa determina:

10% - 20%	Máxima calificación
20% - 50%	Entre 1 o 2 notches (niveles)
Mayor al 50%	Igual a la calificación del originador

Cliente

Cuando tenemos un sólo comprador, la calificación se basará en la calificación de éste. Cundo la transacción incluye a muchos compradores, la operación deberá tener una alta sobre-colaterización para que pueda cubrir las pérdidas o tener mecanismo de sustitución de los clientes que pueda ser usado de soporte en la transacción.

Estructura

Dependiendo de la estructura de la transacción, el originador puede transferir las facturas directamente al fondo de titularización o a través de una empresa especialmente creada para ese propósito.

La estructura de financiamiento se espera cuente con cuentas colectoras donde los flujos de cajas deben ser enviados directamente y los excedentes luego retornan al originador. Dependiendo de la estructura, el originador puede transferir las cuentas por cobrar a un fondo de titularización o una empresa creada especialmente para el cobro de los derechos de pago. Asimismo, se puede incluir covenants financieros que apoyen las proyecciones y los niveles de cobertura del EBITDA y del flujo de caja; facilidades de liquidez; restricciones en actividades para realizar otras titularizaciones de activos, repartir dividendos, etc.

Ratio de cobertura de servicio de deuda

El ratio de CSD de un flujo futuro varía significativamente, dependiendo de las características de la transacción. El ratio se mide como los derechos de pago o ingresos colectados por un periodo específico entre el servicio máximo de deuda. Para el análisis se revisará los últimos 3 años de los ingresos colectados por las facturas.

Recolección

Se espera que existe un procedimiento de recolección de tal manera de las facturas paguen directamente al fondo de titularización para fondear el pago del servicio de deuda, los excesos son devueltos al originador.

Análisis del flujo de Caja

Se estresará las recolecciones mensuales o trimestrales y el máximo servicio de deuda. En el caso del máximo servicio de deuda se estresará la tasa de interés. En caso de diferencia de monedas se estresará el tipo de cambio.

Para el caso de las recolecciones, se estresará el precio y el volumen, perdida de los principales clientes, pérdida de participación de mercado, y otros factores relevantes de acuerdo a las características de la transacción.

Finalmente, se analizará los aspectos legales de la titularización, que aseguren la prioridad de los pagos a través de las cuentas colectoras o la empresa especialmente creada para este fin.

Factores Cuantitativos

En el caso de titularizaciones corporativas el análisis de la calificación se enfoca en el flujo de caja futuro generado por una línea de negocio o toda la compañía; asimismo, la estructura de la emisión se espera este diseñada para recolectar los flujos en una cuenta colectora independiente.

La calificación de estas estructuras implica la utilización de la metodología de finanzas estructuradas y emisión de deuda corporativa. Para el análisis de la industria y el negocio se utiliza la metodología de emisión de deuda corporativa, para establecer las proyecciones de flujo de caja y los principales elementos de volatilidad. Asimismo, la

calificación incorpora el análisis de la generación del flujo de caja del negocio para remitir flujos de cajas a la cuenta recolectora.

En las titularizaciones corporativas se analizará la información financiera: utilidad, costos operativos, EBITDA y CAPEX para el análisis del flujo de caja y medidas de tensión.

Riesgo del producto

En el análisis del flujo de caja futuro, los atributos del producto son considerados parte fundamental de la estimación. El producto debe ser estable e incrementar su demanda y ser consistente con el flujo de caja proyectado, con pocas probabilidades de obsolescencia. También se analiza:

- La volatilidad del precio y la existencia de contratos de venta futuras.
- Riesgo de la demanda del producto y del mercado.
- Riesgo del precio y "cash cost" de la producción
- Sustitución de productos.
- Capacidad de producción y flexibilidad.
- Riesgo de envío.

Es necesario incluir supuestos de tensión base que varíen de acuerdo a la calificación, en tanto que para las más altas calificaciones serán analizadas bajo un escenario como de "crisis económica", de modo que se estas soportan este tipo de tensión económica.

Para que una determinada estructura obtenga la calificación de riesgo a la que está optando, deberá ser capaz de poder pagar todas sus obligaciones contractuales, tanto en el escenario normal, sin morosidad ni pérdidas en el valor de las garantías, como en el escenario de tensión asociado a esa categoría de riesgo, sin necesidad de apoyarse en el patrimonio común.

Escenario Base

Se genera un flujo de caja proyectado a partir del modelo utilizado por el emisor o estructurador. Este escenario puede ser ajustado a partir de la información recibida y las expectativas de largo plazo de la industria. Este es el punto inicial para el análisis de tensión. PCR realizará los ajustes a la proyección del modelo del emisor en elementos como los precios, volumen, costos fijos y variables. Los ajustes de PCR se realizarán en función a la experiencia y conocimiento del sector, información histórica y sensibilidad macroeconómica.

Se tensionan los ingresos mensuales o trimestrales y el máximo servicio de deuda, tensionando la tasa de interés de la deuda. Se analiza precio, volumen, pérdida de mercado y otras variables de las características de la transacción.

PCR diseñará uno o más escenarios de tensión en el modelo de flujo de caja. En cada escenario se analizará si el flujo de caja es suficiente para pagar todas sus obligaciones. Asimismo, en el análisis de tensión se incluirán los apoyos crediticios provistos por la estructura de financiamiento que permitan un mejor resultado en los niveles de cobertura y pago de las obligaciones.

El análisis de tensión, es discrecional, teórico y representa sólo una parte del análisis de calificación.

Métricas de deuda

En el análisis se revisará algunas métricas de deuda que se consideran apropiadas para el análisis. Uno de los importantes es la cobertura de deuda proyectada (flujo de caja dividido por el servicio de deuda). También se considerará el apalancamiento del EBITDA.

Categorías de calificación

- Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) [1]

Nivel Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Califica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento.
	E	Corresponde a aquellas acciones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

A las escalas de calificación de instrumentos de financiamiento estructurado se les añadirá como sufijo la letra "e" para resaltar que se trata de instrumento de alta complejidad.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B inclusive. Adicionalmente, las escalas locales serán identificadas añadiendo un prefijo de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado[2]. Para República Dominicana se utiliza "DO".

[1] En PCR se tiene establecidos código para cada metodología y categoría de calificación utilizada. Para Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) es PCR-MET-P-520.

[2] La nomenclatura que se utiliza corresponde a la codificación internacional en base a la Norma ISO 3166-1 alfa-2, sistema de códigos de dos letras.

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
11/09/2017 3:21 PM s.martinez
60394

PCR | PACIFIC CREDIT RATING

Metodología de calificación de riesgo de obligación de deuda colateralizada (CDO) (República Dominicana)

Concepto	Nombre y apellido – Cargo	Firma	Fecha de firma
Elaborado por	Jorge A. Enríquez Jefe de Metodologías	jea	Septiembre 04, 2016
Revisado por	Ximena Redín Jefe de Análisis y Control de Calidad		Septiembre 09, 2016
Aprobado	Oscar Jasaui Presidente Ejecutivo		Septiembre 09, 2016

Índice

1. Objetivo 3

2. Alcance 3

3. Condiciones básicas 3

4. Condiciones especificas 3

Metodología de calificación 3

Calificación final de los títulos de CDO 4

Categorías de calificación 6

1. **Objetivo**

   Describir los métodos y criterios de calificación de riesgo de obligación de deuda colateralizada (CDO) utilizados por PCR.

2. **Alcance**

   El presente instructivo es aplicado en la evaluación de los clientes nuevos y vigentes por la oficina de PCR en República Dominicana. Para cualquier información se puede contactar al correo electrónico metodologias@ratingspcr.com.

3. **Condiciones básicas**

   Una obligación de deuda colateralizada es un instrumento respaldado por un grupo de obligaciones representativas de deuda de mediano y largo plazo, préstamos o activos. Este permite que el inversionista gane la exposición de los instrumentos de deuda con el objetivo de ganar un beneficio.

   Asimismo, los activos pueden ser una mezcla de deuda e instrumentos sintéticos; por lo que es considerado un derivado dado que no es una inversión directa en la empresa; es decir; se encuentra derivado de activos subyacentes. El inversionista asume todos los riesgos asociados sin tener como posesión a los activos subyacentes.

   Los CDOs no se especializan en un tipo de deuda en específico pero generalmente son préstamos no hipotecarios u obligaciones representativas de deuda de mediano y largo plazo. Además, representan diferentes tipos de deuda y riesgo de crédito. Estos diferentes tipos de deuda, son llamados tramos y cada uno tiene un vencimiento diferente y un riesgo asociado diferente. Mientras mayor sea el riesgo, más paga el CDO.

4. **Condiciones especificas**

   Metodología de calificación

   La calificación del CDO se realiza sobre la base del análisis de los activos de respaldo, riesgo de contraparte y la estructura de emisión.

   a. **Riesgo asociado a los activos de respaldo**

      El análisis contempla la evaluación de las fuentes que soportan el flujo de caja para el pago del instrumento, que pueden incluir los activos de respaldo y contratos de derivados. El análisis de los activos de respaldo se realiza sobre el riesgo del cese de pagos en el instrumento como resultado de un cese de pagos del activo de respaldo.

      1) **Riesgo de incumplimiento**

         El riesgo de incumplimiento se encuentra asociado a la capacidad del emisor para pagar oportunamente los intereses de los tramos y devolver el principal en el vencimiento, esto depende del grupo de activos subyacente de respaldo.

         La calificación del grupo de activos de respaldo no podrá ser mayor a la calificación más bajo de cualquiera de los activos de respaldo en el caso que el cese de pago en el activo de respaldo podría dar como resultado que no sea suficiente el flujo de caja para el pago del instrumento.

         La calificación del activo de respaldo se otorga de acuerdo a las calificaciones de riesgo de PCR (u otras que se consideren confiables). Sin embargo, PCR puede no aceptar calificaciones de riesgo de terceros.

         En los casos en que una calificación de riesgo confiable no se encuentre disponible, se deberá realizar una estimación de riesgo utilizando las pautas técnicas y criterios de evaluación desarrollados, para cada tipo de inversión, en las metodologías de calificación de riesgo de PCR.

         Es importante indicar que la estimación del nivel de riesgo asociado a las inversiones que no cuentan con calificación de riesgo confiable es considerablemente menos precisa que las estimaciones obtenidas a partir de calificaciones ya realizadas. En estos casos, la principal fuente de incertidumbre proviene de la limitación que enfrenta el analista para acceder a información confiable, oportuna y en el nivel de profundidad requerido respecto de la compañía o institución considerada como unidad de análisis. De contarse con información adecuada, la diferencia entre la estimación de riesgo sustentada en un rating público confiable y la sustentada en una evaluación de riesgo privada podría reducirse considerablemente.

2) **Riesgo de prepago**
En caso uno de los activos de respaldo pueda ser pre pagado por algún motivo, se analizará el impacto de dicho prepago en la posibilidad del emisor de poder realizar los pagos del instrumento de acuerdo a los términos acordados.

3) **Riesgo de mora**
Se analizará el riesgo de mora en el pago de algunos de los instrumentos de respaldo y cómo puede afectar al pago oportuno del instrumento y genere un cese de pagos. No obstante, el emisor podrá realizar una estructura que mitigue este riesgo o tener contratos con terceros para no incumplir el pago del instrumento.

b. **Riesgo asociado a la estructura**
Se analizará la estructura de la emisión y como esta puede agregar riesgo al instrumento. La compatibilidad de los términos de la emisión con los activos de respaldo, como tasas de interés, monedas, días laborales, cálculo de la tasa de interés y fechas de pago.

Gastos extraordinarios que tenga que afrontar la emisión, por lo que la emisión deberá tener claramente las condiciones de los costos de transacción y liquidación de operaciones.

El riesgo de madurez, el plazo de vencimiento del instrumento debe ser acorde con el vencimiento de los activos de respaldo; asimismo el tiempo de liquidación de un instrumento derivado también es tomado en cuenta.

c. **Riesgo de contraparte**
En algunas emisiones se incluyen contratos de derivados, en donde la calificación del instrumento estará ligada a la calificación de la contraparte de los contratos de derivados, un cambio en el nivel crediticio de la contraparte puede resultar en un cambio de nota del instrumento.

d. **Otros elementos a considerar**
En la parte legal se analizará que los contratos reflejen la operatividad y términos de la emisión, incluyendo los contratos de contraparte.

En el caso de emisiones de este tipo, es importante la operación y administración del emisor, en el sentido que debe comprar los instrumentos en el mercado en el momento indicado y al precio que sea acorde a la emisión.

El riesgo del custodio y otros terceros que intervengan en la operación.

Calificación final de los títulos de CDO

La calificación asignada refleja el soporte que brinda el flujo de caja generado por los instrumentos de respaldo para el pago del instrumento emitido.

La calificación inicial se da sobre la base del riesgo de los activos de respaldo y contraparte, la cual puede variar dependiendo del riesgo asociado a la estructura que incremente el riesgo o lo mitigue.

Con el 100% del principal garantizado

Clasificación instrumentos	Clasificación contraparte	Clasificación final
AAA	AAA	AAA
AA	AA	AA
A	A	A
BBB	BBB	BBB
BB	BB	BB
B	B	B

Este cuadro es referencial y no necesariamente es definitivo para la calificación.

Principal garantizado

Clasificación instrumentos	Clasificación contraparte	Clasificación final
AAA	AAA	AA+
AA	AA	AA-
A	A	A-
BBB	BBB	BB+-
BB	BB	B-
B	B	B-

Este cuadro es referencial y no necesariamente es definitivo para la calificación.

Categorías de calificación

- Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) [1]

Nivel Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Califica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento.
	E	Corresponde a aquellas acciones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

A las escalas de calificación de instrumentos de financiamiento estructurado se les añadirá como sufijo la letra "e" para resaltar que se trata de instrumento de alta complejidad.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B inclusive. Adicionalmente, las escalas locales serán identificadas añadiendo un prefijo de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado[2]. Para República Dominicana se utiliza "DO".

[1] En PCR se tiene establecidos código para cada metodología y categoría de calificación utilizada. Para Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) es PCR-MET-P-520.

[2] La nomenclatura que se utiliza corresponde a la codificación internacional en base a la Norma ISO 3166-1 alfa-2, sistema de códigos de dos letras.