




Fecha de emisión: Febrero 19, 2019	Vigencia: Febrero 24, 2019	Código: PCR-MET-NP-016	Versión: 01	Página: 1 de 6
---------------------------------------	-------------------------------	---------------------------	----------------	-------------------



Metodología de calificación de riesgo de emisiones con garantías parciales

Concepto	Nombre y apellido – Cargo	Firma	Fecha de firma
Elaborado por	Jorge A. Enriquez Jefe de Metodologías		Febrero 14, 2019
Revisado por	Paul Caro Dirección de Análisis		Febrero 19, 2019
Aprobado	Oscar Jasauí Presidente Ejecutivo		Febrero 19, 2019

Título: Metodología de calificación de riesgo de emisiones con garantías parciales	Código: PCR-MET-NP-016	Versión: 01	Página: 2/6
---	---------------------------	----------------	----------------

Índice

- 1. Objetivo3**
- 2. Alcance.....3**
- 3. Definiciones3**
- 4. Condiciones básicas.....3**
- 5. Condiciones específicas4**
- Principales factores de análisis..... 4
- Determinación de la calificación con garantía parcial..... 5

Título: Metodología de calificación de riesgo de emisiones con garantías parciales	Código: PCR-MET-NP-016	Versión: 01	Página: 3/6
---	---------------------------	----------------	----------------

1. Objetivo

Describir los métodos y criterios de calificación de riesgo de emisiones con garantías parciales. Esta metodología puede ser complemento de las metodologías de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores, metodologías de calificación de riesgo de instituciones financieras, seguros, fondos de inversión y demás industrias.

2. Alcance

El propósito de cualquier estructura de garantía es mejorar la calificación crediticia de una emisión de deuda mediante el apoyo financiero de otra entidad que cuente con una mejor calificación. En una emisión estructurada con una garantía total, la emisión no se beneficia de la calificación fundamental del emisor, ya que dicha calificación generalmente refleja la calificación de la institución que actúa como garante.

Sin embargo, en el caso de una estructura con garantía parcial la calificación de la operación considera la calidad de crédito fundamental tanto del emisor como del garante. La lógica detrás de estas transacciones es que el ahorro en los gastos por intereses sobre la deuda contraída con una mejor calificación que refleje la mayor solidez, debe más que compensar el costo incremental de la obtención de la garantía. Se considera que el mecanismo de una garantía parcial proporciona un apoyo a los planes de financiamiento de las entidades corporativas, al tiempo que también sirve para ampliar el mercado de deuda primaria.

Para cualquier información se puede contactar al correo electrónico metodologias@ratingspcr.com.

3. Definiciones

Emisor

Es la empresa que pone en circulación títulos valores. *E.i.: issuer*

Garante

Es la persona que asegura o afianza algo o alguien que responderá del buen fin de una operación en lugar de, en nombre de, después o al lado de otro. Así, por ejemplo, un aval o fianza al 100% del valor negociable. *E.i.: guarantor*

Garantía parcial

Modalidad de aval o garantía específica (prenda, fianza u otros) que asegura la ejecución de una operación cubriendo una determinada proporción de dicha emisión o programa. La garantía parcial otorga al prestamista la autoridad legal para vender o disponer de dicha garantía o aval en caso de que el emisor caiga en incumplimiento. *E.i.: side collateral*

Probabilidad de incumplimiento

Es la probabilidad de que en un periodo específico, usualmente un año, un emisor no cuente con los fondos necesarios para cumplir con una obligación en el tiempo pactado o ante el incumplimiento de cualquier otra condición del crédito. Dicha probabilidad depende, además del emisor, de las condiciones del mercado. *E.i.: probability of default*

Solvencia / fortaleza financiera

Capacidad para satisfacer las deudas contraídas; y por extensión, reconocimiento del público de la respetabilidad de una persona o sociedad en los negocios. También se aplica a los Estados en lo que respecta al pago de su deuda exterior. *E.i.: credit strength*

Título valor

Es el documento expresivo de la tenencia de un derecho sobre una sociedad (acción, obligación) o sobre un deudor (deuda pública, papeles del tesoro, cheque). Puede ser título nominativo o título al portador. *E.i.: instrument, security, issue, money market instrument* (título valor de corto plazo)

4. Condiciones básicas

El proceso de calificación de una transacción estructurada con garantía parcial (GP) sigue un patrón similar al proceso de calificación de una emisión corporativa, se evalúa la calidad crediticia independiente del emisor y la calidad crediticia del garante y también se incorpora una opinión jurídica sobre los convenios de la garantía. Adicionalmente, las calificaciones que cuentan con garantía parcial incorporan una opinión sobre la posible pérdida esperada para el inversionista, atenuada por la garantía parcial.

Como criterio general se debe de considerar dos aspectos fundamentales en el análisis y la conclusión de este tipo de calificaciones. En primer lugar, la Garantía Parcial contribuye de manera directa a reducir en un porcentaje predeterminado la severidad de la pérdida y, además, se vuelve en un factor que estimula al emisor a hacer un esfuerzo adicional para cumplir adecuadamente con su compromiso financiero en tiempo y forma. No obstante, como este segundo aspecto es difícil de cuantificar, en general la calificación corporativa base del emisor es muy importante en el proceso de análisis de las emisiones. O sea, la probabilidad de incumplimiento se considera la misma, lo que la Garantía Parcial mitiga directamente es la severidad de la pérdida sobre la

Título: Metodología de calificación de riesgo de emisiones con garantías parciales	Código: PCR-MET-NP-016	Versión: 01	Página: 4/6
---	---------------------------	----------------	----------------

emisión, por lo que las calificaciones de las emisiones se mejoran¹ exclusivamente por esta razón.

5. Condiciones específicas

Principales factores de análisis

Para obtener la calificación de una operación estructurada con garantía parcial se considera lo siguiente:

- Calificación corporativa individual del emisor
- Calificación del garante(s)
- Correlación de *default*, en caso de existir, entre el emisor y el garante
- El mecanismo y estructura de la garantía, incluyendo los compromisos legales

a. Calificación corporativa del emisor

La calificación corporativa individual del emisor es una opinión que refleja la calidad crediticia de éste, así como la posible pérdida esperada del instrumento. Esto, a su vez, es un producto de la probabilidad de incumplimiento (o probabilidad de *default*) por parte del emisor y la severidad de la pérdida que sufriría el inversionista en caso de incumplimiento. La probabilidad de incumplimiento es una función del tiempo y aumenta conforme el plazo es mayor, es decir, la probabilidad de *default* de un instrumento con un vencimiento más corto es más baja que el de uno que cuenta con un vencimiento de mayor plazo. Para ello, se utilizan datos históricos referentes a las tasas de incumplimiento de pago y cifras de severidad de la pérdida de todos los niveles de calificación.

b. Calificación del garante

Para el garante se realiza un análisis similar al del emisor. Dado que, en la mayoría de las transacciones los garantes normalmente cuentan con calificaciones que se encuentran en las categorías más altas y de máxima seguridad, la probabilidad de incumplimiento del garante generalmente es muy baja. Por lo tanto, el riesgo de pérdida de los inversionistas, debido a un incumplimiento por parte del garante es igualmente baja. En los casos en los que el garante sea calificado en un nivel inferior al máximo, este nivel sería considerado como un límite superior o techo para la calificación final de la estructura.

c. Correlación de default, en caso de existir, entre el emisor y el garante

Un factor importante en la calificación de estructuras con garantías parciales es la correlación de incumplimiento que pueda existir entre el emisor y el garante.

En ciertos casos podría existir una correlación de incumplimiento alta entre las dos entidades, que podrían deberse a una serie de razones. Por ejemplo, ambos podrían pertenecer a la misma industria, podría tener en común ciertas materias primas o mercados, ser parte de una misma cadena productiva, o podrían pertenecer a un mismo grupo empresarial. Además de estos factores específicos, una correlación de incumplimiento puede existir entre todas las empresas que participan en una misma región o zona económica. Una mayor correlación entre las entidades significa una exposición a riesgos comunes, lo que regularmente puede llegar a debilitar la estructura de la garantía.

Sin embargo, para las estructuras que son garantizadas por organismos multilaterales, regularmente no existe ninguna correlación de incumplimiento con los emisores.

d. El mecanismo y estructura de la garantía

El mecanismo para la ejecución de una garantía es un criterio importante para la calificación, ya que puede afectar la pérdida esperada para el inversionista. En principio, la garantía debe estar constituida legalmente bajo un contrato que respete las leyes y regulación de cada mercado. Hay una serie de diferentes estructuras posibles, y que principalmente se diferencian en la forma en que las garantías se ejecutan. Algunas de estas se describen a continuación:

1) Garantía de principal e intereses vs. garantía de principal

La garantía parcial podría fijarse como una proporción del total de los intereses, así como del pago del principal de la emisión, o solamente como una proporción del monto del principal.

2) Estructuras aceleradas vs. no aceleradas

Lo más común en las estructuras de garantía parcial es que el mecanismo de ejecución de los pagos sea normal (no acelerada). En estos casos, la garantía no se acelera y los montos garantizados se van pagando de acuerdo con el calendario de pagos de intereses y amortizaciones pactado cuando existe una situación de incumplimiento. Sin embargo, ciertas estructuras pueden contar con mecanismos de ejecución que aceleren los pagos de la garantía

¹Ver acápite "Determinación de la calificación" del presente documento para tener referencia de los niveles en que pueden mejorar la calificación de riesgo con garantía parcial.

en el caso de que el emisor llegue a una situación de incumplimiento sobre alguno de los pagos programados. En estos casos la ejecución de la garantía se aceleraría y el monto total garantizado se pagaría por completo a los inversionistas, mejorando así la cobertura efectiva del instrumento.

También se evalúa el impacto que tendría este tipo de aceleración de la garantía sobre la calidad crediticia del garante, lo cual se incluye en el proceso de evaluación de la calidad crediticia del garante.

3) Garantía fija vs. garantía en descenso

La garantía podría ser por una cantidad fija (como porcentaje del monto de la emisión). Esta se mantendría igual en términos absolutos, incluso cuando el instrumento de deuda comience a amortizar. Por lo tanto, como proporción de la suma adeudada total, el importe de la garantía va aumentando al ir amortizando la deuda en un período de tiempo, ya que el monto garantizado permanece igual y el monto de la deuda disminuye. La otra opción es tener una garantía que sea por un porcentaje fijo de la deuda a pagar. En este caso, el importe absoluto de la garantía se reduce conforme avanza la amortización del instrumento, pero en términos proporcionales se mantiene igual.

4) Garantías cargadas hacia el final de la emisión

Como el elemento de incertidumbre asociado a la estimación de los flujos de efectivo aumenta con el tiempo, algunas estructuras de garantía parcial se cargan hacia el final para lograr una mejor calificación. El garante no garantiza los pagos programados durante el periodo inicial, o garantiza sólo una parte de ella, pero este se hace cargo de todos los pagos más allá de un punto en el tiempo. Estas estructuras son preferidas por emisores cuyo perfil crediticio de corto plazo es relativamente fuerte pero que su desempeño en el largo plazo es más incierto.

Aparte de evaluar y analizar el mecanismo de garantía, se revisa todos los documentos de garantía para determinar si la garantía es incondicional e irrevocable. Además, se evalúan la presencia de mecanismos de activación para invocar la garantía. Igualmente, se solicita la opinión legal cuando se considera prudente, de despachos de abogados externos de reconocido prestigio para corroborar que no existen riesgos ocultos en las transacciones.

Determinación de la calificación con garantía parcial

Para determinar la calificación tomando el porcentaje de la garantía parcial que se proveerá, se calculan los diferentes escenarios de incumplimiento y las pérdidas esperadas asociadas a estos escenarios. La suma de las pérdidas esperadas para todos los escenarios de incumplimiento se calcula y se compara con la pérdida esperada objetivo, es decir, la pérdida esperada asociada con la calificación objetivo. Este cálculo da como resultado la determinación del porcentaje de la garantía requerida para lograr la calificación objetivo de la obligación estructurada. En esta evaluación, el flujo de caja del emisor, el garante y cualquier otro mecanismo adicional de protección al crédito también es factor para llegar al nivel de calificación final.

Finalmente, la garantía parcial se integra como un mejorador a la calificación del emisor. El aporte de estos mejoradores estará en función de la capacidad de pago del garante, el porcentaje de la garantía respecto de la emisión y el resultado final se determina en base al criterio del comité de calificación. A manera de referencia en el cuadro siguiente se describen las equivalencias de garantía parcial otorgada por un garante con alta capacidad de pago.

Nivel de protección de una garantía parcial para el emisor

Nivel de protección	% de garantía requerido	Incremento de calificación en niveles (<i>notches</i>)
Muy amplia	Hasta 100%	Entre 6 y 8 niveles (<i>notches</i>)
Amplia	Hasta 80%	Entre 4 y 6 niveles (<i>notches</i>)
Modesta	Hasta 56%	Entre 2 y 4 niveles (<i>notches</i>)
Reducida	Hasta 28%	Entre 0 y 2 niveles (<i>notches</i>)

Este cuadro sirve solamente como una guía general para las transacciones de garantías parciales. Cada transacción deberá analizarse individualmente, y dependiendo de las características particulares y mecanismos de ejecución de cada estructura con garantía parcial se aplicarán los porcentajes indicados en la tabla. Los porcentajes que se señalan deberán de considerarse solamente como una guía general, por lo que estos podrán aumentarse o disminuirse si alguna situación particular lo amerita. La siguiente matriz muestra un ejemplo de aplicación de la metodología.

Nivel de garantía requerido por un garante con alta capacidad de pago

%	Calificación inicial	Calificación resultante									
		BBB-	BBB	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
	AA+	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	14%
	AA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	28%
	AA-	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	14%	28%	42%
	A+	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	14%	28%	42%	56%
	A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	14%	28%	42%	56%	68%
	A-	N/A	N/A	N/A	N/A	14%	28%	42%	56%	68%	80%
	BBB+	N/A	N/A	N/A	14%	28%	42%	56%	68%	80%	90%
	BBB	N/A	N/A	14%	28%	42%	56%	68%	80%	90%	100%
	BBB-	N/A	14%	28%	42%	56%	68%	80%	90%	100%	
	BB+	14%	28%	42%	56%	68%	80%	90%	100%		
	BB	28%	42%	56%	68%	80%	90%	100%			
	BB-	42%	56%	68%	80%	90%	100%				
	B+	56%	68%	80%	90%	100%					
	B	68%	80%	90%	100%						
	B-	80%	90%	100%							

Leyenda:

100%	Protección muy amplia
90%	Protección amplia
80%	Protección modesta
70%	Protección reducida