

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

I. INTRODUCCIÓN	1
II. ALCANCE	2
III. MARCO NORMATIVO Y REFERENCIAL.....	2
1. PROCESO DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS	3
2. IDENTIFICACIÓN DE RIESGOS	3
A. <i>Fideicomisos Respaldados por Flujos Futuros de Fondos</i>	4
B. <i>Fideicomisos Respaldados por Flujos Futuros de Fondos Provenientes de Cuentas por Cobrar</i>	4
C. <i>Fideicomisos Relacionados a Otros Activos</i>	5
3. ANÁLISIS DE LOS RIESGOS.....	5
A. <i>Riesgos de la Estructuración de la Emisión</i>	6
a. Estimación de Flujos Futuros y Escenarios Distintos	6
B. <i>Riesgos Relativos al Originador</i>	8
a. Entorno Económico	8
b. Industria Específica.....	8
c. Posición Financiera del Originador	9
d. Perspectivas Financieras del Originador.....	10
e. Trayectoria y Calificación de Riesgo del Originador	11
C. <i>Riesgos Relacionados al Agente Fiduciario</i>	11
D. <i>Precalificación de los Títulos</i>	12
4. EVALUACIÓN DE LOS RIESGOS Y CALIFICACIÓN FINAL	14
5. MONITOREO DE RIESGOS	14
V. CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN.....	14
VI. TENDENCIA DE LA CALIFICACIÓN	16
VII. ANEXO:.....	17
TEMAS ESPECIALES SOBRE EL ANÁLISIS DE RIESGOS DE LA ESTRUCTURACIÓN DE LA EMISIÓN	17
Flujos Futuros a partir de Cuentas por Cobrar	17
Detalles sobre la Mejora Crediticia (Garantías y Resguardos)	18
Cuestiones Legales	19

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

I. INTRODUCCIÓN

La presente metodología de calificación describe los procedimientos que la Calificadora SOLVENTA SA utiliza para evaluarla capacidad que tiene un fideicomiso financiero, conocido también como titularización, para honrar los títulos de deudas emitidos a través de éste, a partir del flujo de caja generado por los activos subyacentes y de los mecanismos de seguridad establecidos, evaluando otros tipos de garantías especiales o resguardos constituidos. A lo largo de dicha tarea, la Calificadora considera sus procedimientos generales para la emisión de calificaciones, que, a efectos de un mejor entendimiento, deben leerse conjuntamente con los “Procedimientos Generales de Calificaciones de Riesgo” definidos por la calificadora.

Tomando en cuenta este objetivo, el ejercicio analítico que se realiza al efectuar la calificación de riesgos se ubica en un marco conceptual estandarizado sobre la gestión y tratamiento de riesgos que incluye procesos tales como: identificación de los riesgos, análisis, evaluación, monitoreo y comunicación de los riesgos.

Recorriendo dicho proceso, luego de la identificación de riesgos, que conlleva enfocarse en los riesgos que provienen de factores externos, y su impacto y consiguiente respuesta con la mitigación de riesgos para los tres elementos críticos a ser calificados: el Originador o Fideicomitente, la Estructura de la emisión y el Agente Fiduciario, el análisis incorpora la revisión de datos cuantitativos e información cualitativa, relacionados a los activos subyacentes del fideicomiso, y las características del fiduciario y fideicomitente, de manera a determinar la capacidad de repago de la emisión. Para ello, se utiliza información histórica privada y pública que el fiduciario y/o fideicomitente aportan voluntariamente y aquella disponible de otras fuentes, además de las obtenidas a través de reuniones con el fideicomitente y el fiduciario, no siendo responsabilidad de Solventa la verificación de la autenticidad de la misma.

En cuanto a la evaluación de los activos subyacentes del fideicomiso, del fiduciario y del fideicomitente, ésta debe hacerse no sólo considerando su situación presente, sino sobre todo su capacidad de mantener dichos elementos sólidos en el tiempo en un contexto determinado y ante escenarios cambiantes.

Vale la pena señalar que, a pesar de que el proceso de calificación de riesgos recoge a lo largo del mismo en mayor medida valores numéricos que califican determinados aspectos acotados en escalas cuantificables, se hace imposible que la calificación final sea el resultado de un solo valor numérico, sin considerar distintos elementos que complementan la información financiera y su análisis, recopilados por el Analista de riesgos y valorados al momento de elaborar conclusiones. Dichas consideraciones son incorporadas en la parte final del proceso por el Analista de riesgos como ajustes, basados en su formación, experiencia y en el juzgamiento apropiado de los elementos que

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

permiten generar los argumentos necesarios para sostener su opinión técnica. Dichas opiniones son propuestas y discutidas en la instancia formal de calificación cual es el Comité de Calificación de Solventa.

II. ALCANCE

En términos de alcance se puede mencionar que la calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad, por lo que Solventa no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera voluntaria.

Las calificaciones asignadas por Solventa no deben interpretarse como recomendaciones para comprar, vender o mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor.

III. MARCO NORMATIVO Y REFERENCIAL

- Ley No. 921/96 de Negocios Fiduciarios y resoluciones vinculadas.
- Ley sobre Calificadoras de Riesgo: Ley N° 3899/09: Que “Regula a las Sociedades Calificadoras de Riesgos”.
- Resolución CNV N° 1241/09 que “Dicta normas de carácter general relacionadas a las sociedades calificadoras de riesgo en virtud a lo dispuesto en la Ley 3899”.
- Marco los Programas de Emisión Global: Resolución CNV N° 1.260/10: Que establece normas de carácter general para la emisión de títulos de deuda bajo el esquema de programa de emisión global.
- Resolución 12 Acta N° 9 de fecha 15 de febrero de 2011 del Directorio del Banco Central del Paraguay "Reglamento de Operaciones Fiduciarias".
- Resolución CNV N° 14/15 sobre “Normas complementarias para procesos de titularización de carteras de créditos y otros activos generadores de un flujo de caja y para fideicomisos de garantía”.
- Marcos conceptuales sobre la gestión del riesgo: ISO 31000, The Institute of Risk Management Standards, ERM COSO II, metodología de gestión del riesgo PMBOK del PMI.
- Mejores prácticas a nivel local e internacional de calificadoras de riesgo.

Metodología de Calificación de Fideicomisos

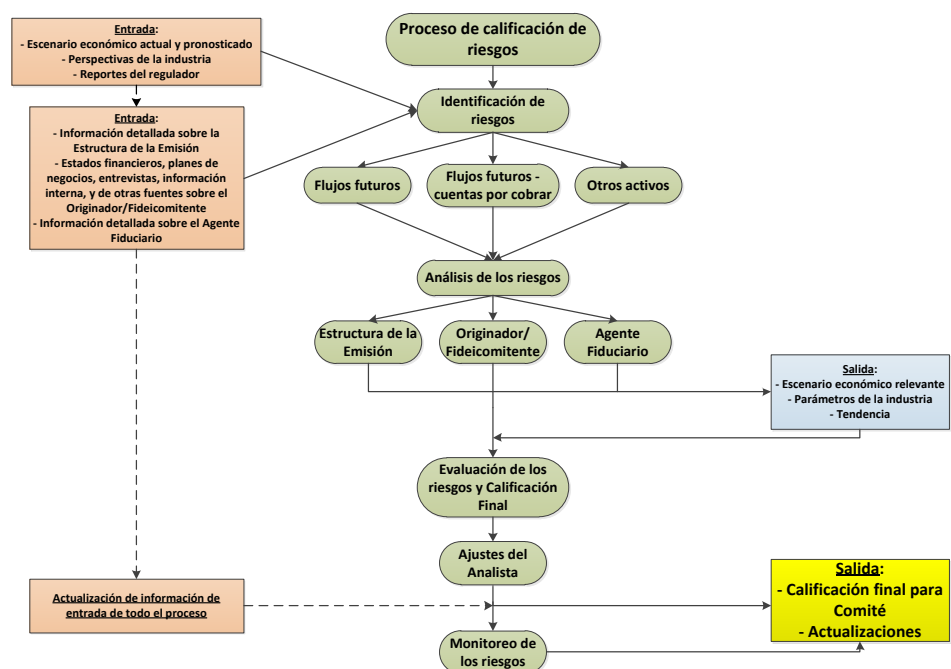
Solventa S.A.
Calificadora de Riesgos

Marzo 2017

IV. METODOLOGÍA

1. Proceso de Calificación de Riesgos

El proceso de calificación de riesgos adoptado por Solventa se fundamenta en el marco conceptual sobre la gestión de riesgos aceptado internacionalmente y de amplia utilización en la materia. A dicho marco de referencia se suman un proceso de calificación estándar de calificadoras de riesgo que definen la estructura del proceso y la secuencia y particularidades, detalles aportados por las lecciones aprendidas de procesos de calificación realizados y la experiencia de los Analistas de riesgo de Solventa y del Comité de Calificación en materia de riesgos. Dicha combinación de elementos que derivan en el proceso de calificación puede observarse en el gráfico siguiente:



El detalle referente a la explicación de los pasos sucesivos será abordado en las secciones siguientes.

2. Identificación de Riesgos

De acuerdo a lo señalado en el marco general introductorio relacionado al proceso de calificación de riesgos, el primer paso consiste en identificar dichos riesgos previo al análisis y evaluación de los mismos.

Así, la calificación de riesgos identifica las fuentes de riesgo que afectan al fideicomiso, lo que incluye los relacionados al Originador o Fideicomitente cuyos flujos futuros u otros activos serán fideicomitados, las variables que afectan la estructura de la emisión incluyendo las condiciones legales de la misma y la calidad y trayectoria del Fiduciario.

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

Esto, con el objetivo de evaluar la capacidad y voluntad de generar efectivo por parte del Originador o Fideicomitente y la capacidad y voluntad de pago del fideicomiso gestionado por el Agente Fiduciario, con el propósito de acumular fondos en favor de los tenedores del papel que emite el mismo fideicomiso.

Por otra parte, la evaluación de la emisión generadora de flujos es realizada desde el punto de vista de la calidad de la estructuración y administración y no necesariamente evalúa el riesgo del emisor.

En este sentido, es fundamental discriminar y comprender con claridad cuáles son los riesgos relacionados a los distintos tipos de fideicomisos en atención a los flujos futuros estimados. Las secciones que siguen definen los tipos principales de fideicomisos para establecer sus características principales y similitudes, así como sus diferencias.

A. Fideicomisos Respaldados por Flujos Futuros de Fondos

Un fideicomiso respaldado por flujos futuros de fondos se refiere a la inclusión parcial o total, mediante un instrumento legal, de los flujos generados por los activos productivos de un Originador o Fideicomitente, traspasados a un fideicomiso en una emisión estructurada.

Como característica resaltante puede mencionarse que, aun cumpliendo fielmente el contrato de fideicomiso con el traspaso de los flujos generados, no está asegurado que dichos flujos futuros respondan a la cobertura de las obligaciones con los inversionistas, ya que dichos flujos al ser estimaciones futuras están sujetos a la incertidumbre de escenarios económicos cambiantes y a la volatilidad de las ventas generadoras de flujos; difiriendo en este punto con el tipo de fideicomiso basado en flujos futuros provenientes de cuentas por cobrar varias, cuya estimación de menor incertidumbre, responde a créditos otorgados y respaldados documentalmente.

Cabe señalar además que otra de las características de los flujos futuros es que el Originador o Fideicomitente retiene la propiedad y usufructo de los activos productivos que generan los flujos.

Por tanto, el riesgo fundamental identificado para este tipo de fideicomiso es el vinculado a la sustentabilidad del negocio y a la capacidad de los activos reales del Originador para generar el flujo necesario para que el fideicomiso cumpla con las obligaciones a los inversionistas.

**B. Fideicomisos Respaldados por Flujos Futuros de Fondos
Provenientes de Cuentas por Cobrar**

El fideicomiso respaldado por flujos futuros de fondos provenientes de cuentas por cobrar diversas se refiere a un conjunto de derechos de cobro o cuentas por cobrar del Originador o Fideicomitente que sirven de respaldo a las emisiones estructuradas (fideicomiso). Además, dado el caso, puede existir un fideicomiso que incorpore activos existentes al inicio del mismo; es decir, cuentas por cobrar ya generadas que integren el portafolio inicial y por otro, nuevas cuentas por cobrar a ser generadas (revolving).

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

Vale la pena recalcar que, como característica principal y diferencia entre los diversos tipos de fideicomisos, se supone que la obligación a los inversionistas se cubre con el flujo generado por activos financieros (crediticios mayormente) con los que cuenta el Originador o Fideicomitente, de los cuales ya se conoce el flujo para cada periodo.

Así, a diferencia del fideicomiso de flujos futuros, éste proviene de cuentas por cobrar, donde el activo subyacente deja de ser propiedad del Originador o Fideicomitente, lo que conlleva ciertos riesgos legales al momento de eventuales recuperaciones por incumplimientos.

Ante lo expuesto precedentemente, el riesgo principal identificado corresponde a la calidad de los activos existentes en el portafolio a integrarse y el fiel cumplimiento, administración y cobro de los mismos, el cual deberá ser analizado considerando: a) un nivel esperado de incumplimiento de los pagos de dicho portafolio de activos; b) dado el incumplimiento esperado, estimaciones sobre el nivel de recuperación de los activos del portafolio; y c) el nivel de pagos anticipados que podría esperarse para el portafolio.

C. Fideicomisos Relacionados a Otros Activos

Además, aquel fideicomiso relacionado a “otros activos” se refiere al respaldo de dicho instrumento e inclusión en el fideicomiso de otros activos productivos del Originador o Fideicomitente, como por ejemplo mercaderías, bienes muebles e inmuebles, otros. En este caso, el riesgo relacionado a dichos activos diferentes a los flujos futuros de fondos se refiere a posibles variaciones en el valor de mercado de dichos activos y su liquidez y atractivo, ya que esto determina su valor de liquidación real para generar los fondos necesarios para que el fideicomiso cumpla con las obligaciones ante los inversionistas.

3. Análisis de los Riesgos

El paso siguiente en el proceso de calificación de riesgos consiste en el análisis, para el cual Solventa incorpora un enfoque mixto, cualitativo y cuantitativo, para estudiar los tres elementos fundamentales sobre los cuales descansa el fideicomiso (Estructura, Originador, Fiduciario). El análisis de dichos elementos según el enfoque mencionado, su valoración y evaluación llevarán posteriormente a la calificación final del fideicomiso en cuestión. Bajo estas premisas, los Analistas, Team leaders, y/o Miembros del Comité de Calificación podrán aumentar o disminuir la profundidad del análisis conforme a las características de un determinado fideicomiso.

En líneas generales, el inicio del proceso de análisis corresponde a la estructura de la emisión que conlleva, a partir de la estimación de cualquiera de los dos tipos de flujos futuros, comprender el impacto sobre los mismos ante posibles escenarios adversos o de estrés para así, valorar las eventuales mejoras crediticias como las garantías y/o resguardos, y finalmente sumar al análisis los temas legales para cubrir adecuadamente los derechos de los inversionistas en caso de estar en riesgo los pagos o las garantías del fideicomiso. Todo lo señalado, apunta siempre a entender en detalle que la

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

generación de efectivo y los mecanismos de mejoras crediticias de la estructura sean suficientes para cubrir oportunamente los pagos a los inversionistas tenedores del papel emitido por el fideicomiso.

Seguidamente, Solventa enfoca su análisis y valoración de riesgos en el Originador o Fideicomitente, ya que es propietario o tiene derechos sobre los activos productivos que generan flujos de fondos. Es necesario también entender el impacto en la situación financiera presente y futura del Originador ante la eventual cesión de dichos flujos futuros al fideicomiso, lo que podría llevar a reducirse la flexibilidad financiera de la organización. En este punto, el análisis exige también enfocarse en el contexto económico y las perspectivas económicas y de la industria a la que pertenece el Originador para definir el impacto de su entorno en el desempeño de la organización y la relación con las variables que afectan dicha situación. El posicionamiento, administración y trayectoria del Originador en el mercado, así como la respuesta a los escenarios económicos diversos complementan la valoración hecha en esta instancia del proceso.

Como punto final del análisis, se profundiza en el tercer elemento clave que soporta el fideicomiso cual es el Agente Fiduciario. Así, la probada experiencia, entendimiento de los riesgos que enfrenta el fideicomiso y el fideicomitente, posicionamiento y trayectoria en el mercado, especialización en este tipo de instrumentos, mecanismos adecuados de administración, control, tecnología y reportes periódicos permiten emitir una opinión técnica favorable para el Agente Fiduciario encargado de la administración del contrato de fideicomiso.

Sin que constituya una lista exhaustiva, en las secciones siguientes son expuestos las pautas y elementos que se consideran a lo largo del análisis.

A. Riesgos de la Estructuración de la Emisión

a. Estimación de Flujos Futuros y Escenarios Distintos

El análisis propuesto en esta sección consiste básicamente en evaluar escenarios cuantitativos presentados por el fiduciario/fideicomitente con el objetivo principal de determinar la probabilidad de que los flujos de fondos generados sean suficientes para pagar los intereses y amortizaciones de la deuda emitida, en las condiciones pactadas en el contrato de emisión. En definitiva, debería poder interpretarse acabadamente si los ingresos de los activos fideicomitados, de acuerdo a la calidad de los mismos, permitirían saldar las obligaciones del cronograma de amortizaciones del programa de emisión global.

Para ello, la secuencia seguida para las estimaciones mencionadas contempla analizar los siguientes pasos:

- a) Escenarios para los flujos a ser integrados al fideicomiso, partiendo de criterios de homogeneidad, calidad de los activos productivos y subyacentes y relación de pagos, duración y vigencia de los generadores de flujos futuros y del grado de concentración de la cartera de créditos u otros activos que conforman el patrimonio

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

autónomo del fideicomiso. Asimismo, forma parte del análisis para determinar un escenario a partir de supuestos razonables, el desempeño histórico y/o actual de dichos flujos, conforme a las características de los mismos. En este punto, resulta importante, entre otras cosas, dimensionar los riesgos asociados a los activos fideicomitidos, que eventualmente puedan condicionar la generación de flujo de caja para el repago de las obligaciones del fideicomiso.

- b) Mecanismos de traspaso de flujos al fideicomiso, el pago de las obligaciones a los inversionistas y otras variables relevantes.
- c) Variables con diferentes escenarios bajo un conjunto de supuestos razonables (pesimistas/ estresados, moderado, y optimista), con el objetivo de observar el impacto sobre los flujos fideicomitidos y la capacidad del fideicomiso para mantener vigente sus obligaciones y las eventuales reservas establecidas en el contrato en niveles adecuados.
- d) La consistencia y calidad de los activos productivos subyacentes.
- e) Mecanismos de mejora crediticia utilizados (garantías, resguardos, otros) para mediante esto, compensar el comportamiento adverso sobre los flujos futuros estimados en escenarios de mayor estrés.
- f) La consistencia de las cuestiones formales y legales que hacen al fideicomiso.

En resumen, deberá analizarse los principales parámetros establecidos para la estructuración de la emisión, conforme a lo siguiente:

- i. supuestos que soportan las estimaciones y probabilidad de ocurrencia del escenario;
- ii. estimación de los flujos futuros en distintos escenarios;
- iii. activos productivos subyacentes;
- iv. calce de las obligaciones, reservas, otros;
- v. índice de colateralización de los créditos y de otros activos subyacentes generadores de flujos futuros de caja (debiendo exceder por lo menos 1,5 veces el monto total de los títulos emitidos y vigentes de acuerdo a la normativa aplicable).
- vi. mecanismos de mejora crediticia propuestos incluyendo su calidad y el cálculo del índice de siniestralidad o coeficiente de desviación del flujo de caja del activo subyacente;
- vii. cuestiones legales y formales; y
- viii. otros puntos de relevancia para el análisis.

A partir de los aspectos señalados precedentemente se asigna una nota porcentual de acuerdo a la siguiente escala:

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

0%	Falencias graves en la consistencia de uno o más de los aspectos considerados.
25%	Falencias importantes en los aspectos señalados.
50%	Cumplimiento mínimo de los aspectos mencionados.
75%	Cumplimiento superior al mínimo y razonable de los aspectos señalados.
90%	Cumplimiento elevado de aspectos.
100%	Cumplimiento elevado y holgado de los aspectos citados.

Dicha valoración se realizará considerando criterios de razonabilidad, consistencia y probabilidad de cumplimiento con lo cual corresponde la precalificación en porcentaje.

No obstante, bajo argumentos técnicos basados en el expertise de la Calificadora, podrá modificarse la precalificación obtenida tanto por el Analista de riesgos como por las instancias de calificación de Solventa.

B. Riesgos Relativos al Originador

a. Entorno Económico

El análisis en este punto se refiere a las condiciones macroeconómicas que podrían afectar los flujos futuros del Originador como un deterioro en los niveles de la demanda agregada, presiones inflacionarias y restricciones monetarias reflejado en variables clave como:

- ✓ Crecimiento histórico y proyectado del PIB, tendencias sectoriales.
- ✓ Niveles de consumo, ahorro e inversión.
- ✓ Nivel de inflación.
- ✓ Tipo de cambio.
- ✓ Política monetaria.
- ✓ Nivel de la balanza comercial.

b. Industria Específica

Por otra parte, es de vital importancia entender los riesgos y el posicionamiento en el marco de la industria específica del Originador, ya que esto también impacta en los flujos futuros. Por tanto, son considerados aspectos críticos a evaluar:

- ✓ Existencia de barreras de entrada y salida en el sector.
- ✓ Perspectivas de crecimiento de la industria específica.
- ✓ Tendencias tecnológicas del sector.

Además, la participación actual y la esperada en el mercado, la imagen que tiene el Originador entre sus clientes, y los productos y servicios que ofrece forman parte de la propuesta de valor que diferencia al Originador de su

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

competencia y que sustenta su posición competitiva en el mercado; por tanto, se hace relevante entender e integrar al análisis dichos aspectos.

c. Posición Financiera del Originador

Durante el proceso de análisis de las características del fideicomiso cobra vital importancia analizar el papel del Originador de los activos que conforman el patrimonio, en aspectos que guarden relación a la capacidad de generación y sustitución de los activos cedidos, así como para el mantenimiento de la relación de cobertura establecida en el Contrato de Fideicomiso y fundamentalmente comprender el efecto de la misma operación sobre el Originador en cuestión para evaluar su viabilidad en general y su flexibilidad financiera.

Para entender lo mencionado, será analizado en primer término el desempeño económico-financiero de la empresa en términos devolúmenes de ventas, sus diferentes políticas de gestión, la propiedad y gerenciamiento, y las perspectivas generales de la compañía. Asimismo, se considerará la capacidad del fideicomitente de generar informes financieros/contables de forma periódica, con el respaldo de auditorías externas.

Más específicamente en términos de la cartera de clientes y créditos, y según la disponibilidad y el tipo de modalidad de comercialización (contado o financiado) de un fideicomitente, serán evaluadas las características y la calidad de la cartera total de créditos, la evolución de las cobranzas y de la cartera vencida durante los últimos años, el crecimiento de las provisiones y desafectaciones, así como la venta y compra de cartera como mecanismos de mantenimiento de la calidad de activos.

Es importante señalar también que, al analizar la cartera de clientes o los niveles de venta actuales y proyectados del Originador, deberá tenerse en cuenta la concentración o diversificación de los mismos, ya que una mayor concentración implica mayor riesgo.

Además, serán consideradas las eventuales pérdidas de la cartera de créditos no cubiertas o no castigadas, como medidas de siniestralidad, y sus posibles efectos sobre la calidad de los activos. Esto a partir de los porcentajes de morosidad y de provisionamiento de la cartera vencida, así como de las garantías y resguardos establecidos.

En cuanto a la posición de liquidez del fideicomitente, serán analizados sus principales indicadores, las características de los activos más líquidos, el grado de dependencia de inventarios, la inmovilización de activos, con respecto al nivel de endeudamiento y la estructura de fondeo alcanzada. En ese sentido, se analizará la relación entre los distintos rubros del activo y pasivo corriente, y las limitaciones de libre disponibilidad de ciertos activos restringidos como consecuencia de la formación de estructuraciones (por ejemplo: en la constitución de patrimonios autónomos de fideicomisos), o por la constitución de garantías.

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

d. Perspectivas Financieras del Originador

Habiendo realizado el análisis histórico del Originador que permite valorar el desempeño y la situación económico-financiera del mismo, basado en escenarios que reflejan el ciclo económico y las perspectivas de la industria específica, el Analista de riesgos, partiendo de los supuestos formulados a partir de los puntos mencionados, evaluará las estimaciones de los flujos futuros de fondos, en un horizonte de tiempo acorde a la estructuración de la emisión.

Los supuestos que responden a las principales variables deberán estar sensibilizados para obtener distintos escenarios de estrés. Las estimaciones suponen una simulación de los valores para las principales cuentas contables de los estados financieros y un análisis posterior sobre las mismas.

Finalmente, el Analista de riesgos valorará porcentualmente el proceso realizado y elaborará las conclusiones según los siguientes criterios:

0%	<p>Escenario económico muy desfavorable</p> <p>Posición competitiva muy débil en su industria</p> <p>Posición financiera notablemente comprometida</p> <p>Proyecciones financieras inconsistentes. No resiste escenarios de estrés</p>
25%	<p>Escenario económico desfavorable</p> <p>Posición competitiva comprometida en su industria</p> <p>Posición financiera comprometida</p> <p>Proyecciones financieras inconsistentes. No resiste escenarios de estrés</p>
50%	<p>Perspectivas económicas variables</p> <p>Posición competitiva regular en su industria</p> <p>Posición financiera irregular</p> <p>Proyección financiera muestra relativa flexibilidad. No resistencia escenarios de mayor estrés</p>
75%	<p>Perspectivas económicas moderadas</p> <p>Buena posición competitiva en su industria</p> <p>Posición financiera regular</p> <p>Proyección financiera muestra cierta flexibilidad futura.</p> <p>Resistencia y cobertura a escenarios de estrés</p>
90%	<p>Perspectivas económicas favorables</p> <p>Sólida posición competitiva en su industria</p> <p>Posición financiera estable</p>

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

	Proyección financiera muestra flexibilidad futura. Resistencia y cobertura a escenarios de estrés
100%	<p>Perspectivas económicas muy favorables</p> <p>Liderazgo consolidado en su industria</p> <p>Sólida posición financiera actual</p> <p>Proyección financiera muestra amplia flexibilidad financiera futura. Resistencia y cobertura a todos los escenarios de estrés</p>

No obstante, bajo argumentos técnicos basados en el expertise de la Calificadora, podrá modificarse la precalificación obtenida tanto por el Analista de riesgos como por las instancias de calificación de Solventa. La nota así obtenida será incorporada a la nota de precalificación de acuerdo a la ponderación que le corresponde, explicada en la sección 5.3.4 “Precalificación” de este manual.

e. Trayectoria y Calificación de Riesgo del Originador

Como una cuestión particular y complementaria al análisis realizado sobre la situación y las perspectivas económico-financieras del Originador aparecen dos temas relevantes que podrían afectar la precalificación obtenida.

El primero se refiere a la trayectoria del Originador enfocada desde el punto de vista del riesgo de imagen; es decir, considerando su desempeño histórico ante el mercado, la voluntad y capacidad con que cuenta el Originador para mantener una reputación ganada, sosteniendo la estructura necesaria para la continuidad de su negocio y a la vez cumpliendo con las obligaciones y compromisos asumidos con terceros y con los tenedores de la emisión realizada. Un deterioro en el aspecto señalado conllevará un debilitamiento de la capacidad futura de la empresa para seguir atrayendo y reteniendo clientes, proveedores, colaboradores y aliados estratégicos, para generar los flujos de fondos necesarios proyectados. En consecuencia, deberá impactarse negativamente en la valoración final hecha.

El segundo tema corresponde a la existencia de una calificación de riesgo vigente hecha al Originador; ya que, al contarse con una categoría específica de riesgo, ésta permite medir el nivel de solvencia y capacidad operativa de dicho Originador. Deterioros en estos aspectos comprometen la sostenibilidad del negocio y el respaldo de la emisión. Por tanto, dicha calificación deberá ser incorporada al análisis financiero realizado y contrastarse los principales argumentos con la opinión técnica de los Analistas de riesgo.

C. Riesgos Relacionados al Agente Fiduciario

En líneas generales, al analizar al Agente Fiduciario, Solventa tendrá en cuenta como punto de partida la calificación de riesgos vigente con que cuenta la Entidad que asumirá dicho rol. Esta calificación podrá ser mejorada o empeorada para aplicarla exclusivamente a esta precalificación, en función a aspectos específicos que hacen al Agente Fiduciario descritos seguidamente.

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

Entre los aspectos considerados en el análisis pueden señalarse principalmente la experiencia que el Agente demuestra en este rubro, su conocimiento del sector industrial específico y el grado de expertise en cuanto a la conformación de contratos de fideicomisos, de mecanismos de seguridad y apoyo crediticio, u otras garantías y resguardos para el repago de las emisiones, así como en la recaudación del flujo de caja, la utilización de metodologías para el cálculo del índice de siniestralidad y la relación con el total de activos subyacentes.

Adicionalmente, será analizada la composición de su estructura organizacional a fin de tomar conocimiento de las características propias de la Entidad para realizar un seguimiento adecuado a todo lo pactado en el contrato fiduciario, generar reportes en tiempo y forma, y analizar debidamente la evolución presente y futura del fideicomiso y fideicomitente. Así, el análisis concentrará sus esfuerzos en la identificación y valoración del riesgo sobre la capacidad del Fiduciario para ofrecer sus servicios y velar por los intereses de los inversionistas, considerando la eficiencia de latecnología utilizada y su capacidad de reporte, procedimientos y controles internos sólidos y transparentes para reducir el riesgo operativo, recursos humanos capacitados y con experiencia suficiente, con una estructura organizacional adecuada, presentando además una alta capacidad financiera y legal.

Como había sido planteado inicialmente en cuanto a la calificación de riesgos existente y atendiendo a los puntos críticos explicados con mayor detalle, el Analista de riesgos, basado en argumentos técnicos consistentes, asignará una precalificación de riesgos siguiendo las categorías de riesgo propuestas en la metodología de este manual, en términos de su valor porcentual equivalente.

La nota así obtenida será incorporada a la nota de precalificación de acuerdo a la ponderación que le corresponde.

D. Precalificación de los Títulos

Finalmente, concluido el análisis y valoración de la Estructura de la emisión, del Originador o Fideicomitente y del Agente Fiduciario, y en base a la ponderación de estos tres elementos, es obtenido un resultado en porcentaje (%) de acuerdo a la siguiente formulación:

Nota Numérica de Precalificación =	<i>Nota Estructura de la Emisión</i> <i>x</i> 0,35
	<i>Nota Originador/Fideicomitente</i> <i>x</i> 0,35
	<i>Nota Agente Fiduciario</i> <i>x</i> 0,30
	11 – 10 x suma ponderada de las notas

Este resultado es ubicado en función a las categorías de calificación de riesgos propuesta en la metodología y tenido en cuenta como una precalificación para posteriormente ser sujeto a revisiones o ajustes del Analista de riesgos o de las instancias formales de calificación de riesgos de Solventa.

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

Finalmente, luego de incorporar aquellos ajustes justificados técnicamente a criterio del Analista de riesgos para dar mayor consistencia a la calificación otorgada, se obtiene el resultado final ajustado para ser asignada la calificación final, según la tabla de equivalencias que asocia las notas obtenidas con las categorías alfabéticas de la metodología de calificación.

Rango		Categoría
1,00	1,75	AAA
1,76	2,00	AA +
2,01	2,50	AA
2,51	2,75	AA-
2,76	3,00	A+
3,01	3,50	A
3,51	3,75	A-
3,76	4,00	BBB+
4,01	4,50	BBB
4,51	4,75	BBB-
4,76	5,00	BB+
5,01	5,50	BB
5,51	5,75	BB-
5,76	6,00	B+
6,01	6,50	B
6,51	7,00	B-
7,01	10,00	C
10,01	11,00	D
Sin información		E

Tanto la calificación final como la tendencia otorgada estarán indicadas en el documento de síntesis del proceso denominado Informe de Calificación. Los antecedentes del proceso de calificación como ser elementos de revisión, información financiera e interna del Fideicomitente o Fiduciario, reportes de

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

entes reguladores, notas de las entrevistas y demás información de relevancia, serán parte integrante de la carpeta de la calificación junto con el Informe de Calificación de Solventa y el acta del Comité de Calificación que formaliza dicho proceso.

4. Evaluación de los Riesgos y Calificación Final

Concluidas las etapas de identificación y de análisis de los riesgos, la siguiente etapa consistirá en la valoración de los riesgos según la precalificación de los tres elementos del fideicomiso, a lo que podrán sumarse ajustes propuestos por el Analista de riesgos basados en:

- a) la profundización de la información disponible o de movimientos significativos de variables críticas que afectan los escenarios de sensibilización y proyecciones; y
- b) juicios técnicos propios elaborados a partir del contraste entre la información disponible y los resultados obtenidos.

Como resultado de dicho proceso, la precalificación obtenida y/o la calificación final podrán ser ajustadas a partir de argumentos técnicos sólidos incorporados al proceso de calificación.

Una vez incorporados a la precalificación aquellos ajustes que complementan el análisis hecho, es propuesta una calificación final basada en la metodología descrita en la sección correspondiente mediante el Informe de Calificación elaborado por el Analista de riesgos y elevado al Comité de Calificación de Riesgos de Solventa para su discusión y formalización.

5. Monitoreo de Riesgos

El proceso de monitoreo inicia apenas fue obtenida la calificación final, ya que los eventos que pueden afectar una calificación pueden ocurrir en cualquier momento. Para ello, el Analista de riesgos deberá recopilar de diversas fuentes información relativa a los tres elementos de la calificación de un fideicomiso (Emisión, Originador, Fiduciario), a la industria específica y sectores afines para monitorear efectivamente el desempeño de dichos componentes, evaluando el contexto económico y sectorial y los resultados que el Originador va generando.

Será necesario mantener una base de datos actualizada con la información mencionada que permita simular escenarios distintos y observar el efecto sobre la calificación realizada.

De acuerdo a las normas vigentes, la calificación de la entidad será actualizada en forma periódica.

V. CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN

Conforme a la normativa vigente para las calificadoras de riesgos en Paraguay, respecto a las categorías de calificación a ser utilizadas, Solventa

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

incorpora las siguientes categorías de calificaciones de fideicomisos o de sus títulos de deuda bajo programas de emisión global:

Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.

Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.

Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la calificación, y además no existen garantías suficientes.

Para distinguir las calificaciones a escala nacional se utilizará el prefijo “py”.

Solventa incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

la calificación final de la Solvencia, está incorporado en el análisis global del riesgo a criterio del Comité de Calificación, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.

VI. TENDENCIA DE LA CALIFICACIÓN

Conforme a las perspectivas y expectativas de mediano y largo plazo que Solventa identifique para la calificación otorgada, añadirá una apreciación / opinión acerca de la “Tendencia” que podría tener en un horizonte de 12 a 24 meses, por los efectos de cambios en los aspectos cualitativos y cuantitativos previamente señalados, así como en el entorno macroeconómico y el desarrollo del mercado financiero.

Se utilizarán los siguientes parámetros para indicar la tendencia de calificación:

- **Fuerte (+):** Indica que la calificación puede subir.
- **Sensible (-):** Significa que la calificación puede bajar.
- **Estable:** Indica que no se visualizan cambios en la calificación.

Por otro lado, Solventa podrá incluir en la perspectiva la frase “en observación” para señalar la posibilidad de que la calificación sea modificada en el corto plazo, esto ante un hecho nuevo y relevante que podría desviar prematuramente el comportamiento esperado de la calificación. Al respecto, Solventa requerirá información adicional y sustancial para el direccionamiento de la calificación asignada, pudiendo modificarla o no conforme a los resultados de la evaluación. Una calificación en observación podrá contemplarse por un periodo máximo de seis meses, tiempo en cual requerirá una confirmación o revisión antes de los 12 meses.

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

VII. ANEXO:

**TEMAS ESPECIALES SOBRE EL ANÁLISIS DE
RIESGOS DE LA ESTRUCTURACIÓN DE LA EMISIÓN**

Flujos Futuros a partir de Cuentas por Cobrar

De acuerdo a la definición y caracterización de los fideicomisos de flujos futuros de fondos provenientes de cuentas por cobrar y los riesgos identificados, vale la pena señalar que el análisis a ser realizado pretende determinar la calidad de la cartera considerando incumplimiento, recuperaciones y pagos anticipados.

Para estimar el nivel esperado de incumplimiento, la revisión de la cartera podrá incluir una evaluación de los documentos de las operaciones en términos de la calidad crediticia individual de los mismos. Por otro lado, será necesario incorporar como parte del análisis, el desempeño histórico de dichos créditos, su volatilidad, niveles de morosidad, estimaciones sobre la severidad de pérdidas potenciales, diversificación versus concentración de la cartera, tamaño, madurez o plazos pactados y remanentes, forma de pago, intereses si los hubiere, moneda, otros. Además, podrá contemplarse una evaluación sobre las políticas y procedimientos crediticios del Originador incluyendo mecanismos de control y reporte sobre el análisis, concesión, seguimiento, cambios en las condiciones pactadas y recuperación de los créditos.

En cuanto a las recuperaciones, la formalidad y efectividad de los procesos que permiten realizar acciones concretas para recuperar créditos ante su incumplimiento, donde se deja de generar un flujo de efectivo, y ante la morosidad, donde se producen retrasos temporales, podrán ser valoradas para ajustar los supuestos y escenarios de proyección.

Por otra parte, el tercer elemento fundamental a ser analizado se refiere a la razonabilidad y predictibilidad de los flujos y que sean generados en forma oportuna, no sólo en términos de pagos de acuerdo a las condiciones pactadas, sino también en relación con el impacto de eventuales pagos anticipados de los créditos y sus mecanismos de sustitución o revolvencia, lo que podría comprometer la liquidez y el calce financiero de la cartera proyectada versus las obligaciones de la emisión. Para ello, el análisis de este punto focaliza el comportamiento histórico de dicha variable y las facilidades e incentivos existentes para que acreedores del originador consideren ventajoso cancelar créditos anticipadamente.

Las conclusiones sobre este análisis permitirán ajustar las proyecciones de flujos futuros de fondos.

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

Detalles sobre la Mejora Crediticia (Garantías y Resguardos)

Para el análisis de la Estructura de la Emisión es incorporado el concepto de mejora crediticia que consiste en aquellos mecanismos de seguridad y apoyo crediticio, u otras garantías y resguardos establecidos para garantizar el repago de los compromisos asumidos, considerando la relación mínima de cobertura establecida en el contrato de fideicomiso y en el marco normativo.

Así, en primer término, al analizar los flujos futuros estimados bajo el enfoque de riesgo legal, puede señalarse que al integrar los flujos futuros de fondos el fideicomiso, éstos sirven con exclusividad al propósito de cobertura de la deuda ante los inversionistas, característica que no tiene los flujos de fondos habituales de una organización ante sus acreedores. Esto representa una de las principales ventajas de la emisión en términos de calidad crediticia y es por ello que es utilizado el término “mejora crediticia”. A continuación, sin que sean estos los únicos tipos de mejora crediticia disponibles ni incorporados en su totalidad en cada fideicomiso, son señalados aquellos tipos principalmente utilizados:

- a) **Garante:** la mejora crediticia podrá suponer la incorporación de un o más garantes que avalan el fideicomiso, sea persona física o jurídica, siendo generalmente el Originador y los responsables legales del mismo. Con ello se pretende minimizar riesgos de impago de las obligaciones contraídas con el fideicomiso. La calidad y suficiencia del garante también serán valoradas al momento del análisis.
- b) **Fideicomisos de Garantía, Contratos de Prenda y otros:** representan el compromiso de entregar al fideicomiso ciertos activos reales en caso de no poder cumplir con los términos del contrato. Tanto los riesgos legales como financieros del traspaso de dichos activos y de su valor de recuperación serán considerados para el análisis de la mejora crediticia a realizarse, pudiendo ser valores decrecientes en el tiempo e incluso necesitar reinversiones por eventuales deterioros, lo que supone un control periódico de los mismos.
- c) **Reserva de Pago:** deducción del monto recaudado por el Originador en la emisión de deuda, con lo cual cobra importancia el tamaño de la misma y las condiciones para reconstituirla en casos de utilización ante flujos futuros deficitarios.
- d) **Reserva de Capital Garantizado:** corresponde también a una deducción del importe del monto de la deuda, para ser invertido en instrumentos financieros que aumenten su valor en el tiempo y reinvertidos los intereses generados, con el propósito de afrontar pagos por amortizaciones, principalmente aquellas estructuradas hacia el final del plazo de la emisión.
- e) **Reserva de Gastos de Capital:** posibilidad de contemplar en el fideicomiso la devolución al Originador de excesos de efectivo para

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

cubrir ciertas inversiones en los activos que generan los flujos de fondos y así mantener su capacidad productiva. No habiendo dichos excesos o la necesidad de las inversiones mencionadas dichas reservas conforman una reserva adicional para los inversionistas.

- f) **Amortizaciones:** cuando las amortizaciones son exclusivamente al final del periodo del fideicomiso cobra especial importancia el análisis para dicho esquema ya que el riesgo para el inversionista es mayor; por otro lado, podrían existir prepagos acelerados que dañen el retorno esperado por los mismos. La valoración de estas particularidades será de especial interés al momento de plantear escenarios de estrés.

Finalmente, una mayor cantidad de mecanismos de mejora crediticia implican menor riesgo para el inversionista, aunque las mismas implican costos que deberán ser sopesados contra los beneficios de constituirlos en términos de mayor atractividad para los inversionistas o una mejor calificación de riesgos. Será clave también comprender el destino de los fondos obtenidos con la emisión puesto que las inversiones en activos productivos mejorarán la tasa de crecimiento y la capacidad del Originador para sostener el negocio y los flujos proyectados.

Cuestiones Legales

Como último tema del análisis de riesgo realizado a la estructura de la emisión, es evaluada la calidad legal de la estructura para cubrir de manera oportuna los derechos de los inversionistas en caso de estar en riesgo los pagos o las garantías de la misma.

En el cotejo de la estructura del fideicomiso, se consideran elementos contractuales que otorguen fortalezas a la emisión y mitiguen los riesgos, incluyendo las características de las garantías propias o de terceros que otorguen los fideicomitentes y que forman parte del contrato fiduciario.

La evaluación del riesgo legal comprende, además, el análisis de la prelación de pagos y la prioridad en la que se encuentra el pago de intereses y amortización en relación a otras obligaciones para que la misma no cambie durante el plazo del instrumento emitido por el fideicomiso. También serán analizados los mecanismos implementados para verificar el destino de los fondos obtenidos con la emisión.

Por otra parte, ante un eventual no pago por parte del Originador o incumplimientos con la entrega de flujos pactada con el fideicomiso, deberá entenderse y valorarse la capacidad para ejercer las garantías o reservas establecidas para el fideicomiso. Las garantías y reservas deberán estar establecidas claramente en el prospecto de colocación y en las cláusulas del contrato con el fideicomiso.

Otro punto clave en términos legales es el conflicto de intereses entre las partes, ya que de existir este factor la gestión del fideicomiso y el tratamiento

**Metodología de
Calificación de
Fideicomisos**

**Solventa S.A.
Calificadora
de Riesgos**

Marzo 2017

de la información podría ser distorsionada, errónea o sesgada, lo que dificulta la formalidad y transparencia del esquema y aumenta los riesgos legales.

Solventa considerará estos puntos expuestos como parte del análisis según el método propuesto y según sea el caso, podrá solicitar la opinión de un asesor legal externo.