

## Reporte Especial

## Bursatilización de Activos en México: Cuentas por Cobrar

### Analistas

Eugenio López Garza

+52/81 8335-7179

[eugenio.lopez@fitchmexico.com](mailto:eugenio.lopez@fitchmexico.com)

Samuel Fox

+ 001/312 606-2307

[samuel.fox@fitchratings.com](mailto:samuel.fox@fitchratings.com)

Rogelio F. Argüelles Cavazos

+52/81 8335-7179

[rogelio.arguelles@fitchmexico.com](mailto:rogelio.arguelles@fitchmexico.com)

### Temas

Riesgo Calidad de Activos

Riesgo Administración

Riesgo Mercado y Liquidez

Características del Portafolio

Estructura Jurídica

Mitigantes del Riesgo

Soporte Parcial o Total

### Página

2

3

4

4

5

5

6

### ■ Resumen

La bursatilización es el uso de técnicas de estructuración financiera para segregarse de manera eficiente un grupo de activos que generan flujos de efectivo con relativa certeza, de los efectos de la posible insolvencia del originador. En una bursatilización se tiene una “venta verdadera” de los activos a bursatilizar, punto esencial en este tipo de operaciones.

La generación del flujo de efectivo y la certeza del mismo, es el elemento fundamental de toda bursatilización.

Si contamos con algún activo que genere flujo de efectivo con cierta periodicidad del cual tengamos un historial del desempeño de la generación del mismo y se pueda tener relativa certeza de que estos flujos seguirán dándose en un futuro podemos pensar en bursatilizar este activo.

Fitch Ratings considera que existen distintos riesgos dentro de toda bursatilización, unos son totalmente inherentes al originador como es el caso de: Riesgo Calidad de Activos y Riesgo de Administración del Activo; adicionalmente existen riesgos que están más relacionados a la volatilidad de variables económicas como son el Riesgo Mercado y en caso del Riesgo Liquidez que puede presentarse, dependiendo del tipo de activo, por prepagos o anticipación de los flujos dentro de la transacción. Otro tipo de riesgo es el Riesgo de Administración Fiduciaria el cual se detalla más adelante.

La bursatilización es un mecanismo bajo el cual una empresa puede obtener financiamiento haciendo uso de sus activos como por ejemplo: Sus cuentas por cobrar; al tratarse de una “venta verdadera” no se tiene recurso contra el originador de esos activos lo que representa una diferencia fundamental versus otras fuentes de financiamiento como podría ser el financiamiento dentro de balance.

El tipo de bursatilización y estructura de la misma dependerá del desempeño histórico en diferentes entornos, del flujo de efectivo y su capacidad de absorber eventualidades de riesgo crédito, mercado o administración de los activos a bursatilizar.

### ■ Riesgo en una Bursatilización

Como se comento anteriormente existen distintos tipos de riesgos en toda bursatilización, los cuales se presentan a continuación:

#### Riesgo Crediticio

Este riesgo tiene que ver con la probabilidad de que los flujos de efectivo se generen en forma oportuna y en las condiciones originalmente pactadas, es importante que se den estas dos condiciones ya que si bien es cierto la oportunidad del pago es fundamental el hecho de que sea como se contrató originalmente es igual de importante, ya que una modificación a las condiciones originalmente pactadas constituye de facto un incumplimiento.

En este riesgo Fitch Ratings pone especial atención en la calidad crediticia del activo a bursatilizar.

Por otro lado, la calidad crediticia del originador del activo es importante en las estructuras financieras que así lo requieran, ya que se tendrá que evaluar la capacidad del originador del mismo para seguir generándolo para darle continuidad al bono y evitar el Riesgo Liquidez.

Para evaluar la calidad crediticia del activo a bursatilizar Fitch Ratings utiliza como parte de su metodología analogía histórica de la generación de flujos de efectivo del activo a bursatilizar y en base a estos resultados se llevan a cabo proyecciones financieras de los flujos de efectivo a diferentes escenarios para ver cual podría ser el comportamiento de los mismos antes estos escenarios.

Si bien es cierto hablar de escenarios de proyección podría resultar en un tema inagotable ante la variedad de estos que pudieran surgir producto de la creatividad de los analistas, lo que Fitch Ratings considera es que en base al análisis histórico determinar algunos escenarios de proyección acordes a la volatilidad histórica del activo en análisis.

#### *Escenario "Crisis de 1995"*

México como país tiene un gran "activo" en términos de análisis, ya que en su historia contamos con crisis económicas que nos dan una pauta de lo que pudiera llegar a pasar y lo que es mejor aun como se pueden comportar determinados activos en situaciones

adversas, que dicho sea de paso, reales y no imaginadas.

Es por eso que en medida de contar con información histórica suficiente analizamos el comportamiento del activo durante la crisis.

#### *Otros Escenarios*

Para efectos de proyección en Fitch Ratings se plantean otros escenarios entre los cuales se pueden presentar los siguientes:

- Alta inflación, tasas de interés y tasas reales negativas
- Deterioro del mercado del originador del activo para ver la posibilidad de que se siga generando el activo.
- Deterioro de la calidad crediticia de los activos

Finalmente el último escenario es aquel en el que la emisión de deuda se enfrenta a problemas de pago oportuno, es decir llevamos el estrés de la proyección financiera al punto en el que incumple su pago para con esto contar con un escenario de margen de seguridad razonable en diferentes momentos de la emisión; al inicio de la misma, al iniciar la amortización al fin de la misma

#### *Probabilidades de Incumplimiento*

Hemos hablado de que la calidad de activos tiene que ver con el pago oportuno y en las condiciones originalmente pactadas. ¿Cómo se evalúa esto?

La metodología de Fitch Ratings considera probabilidades de incumplimiento asociadas a cada una de las calificaciones de riesgo crediticio, estas son producto de análisis histórico de emisiones en Estados Unidos y su comportamiento a través del tiempo; con esto y un análisis de las emisiones mexicanas se llega a una "tropicalización" de dichas probabilidades de incumplimiento. Es oportuno comentar que se tiene que partir del mercado estadounidense forzosamente ya que este tiene mucho mayor historia en cuanto a emisiones se refiere, y dado que los mercados estadounidense y mexicano son sustancialmente distintos es por eso que se da este proceso de "tropicalización" que no es otra cosa que adecuar los incumplimientos analizados a los estándares y criterios propios de México.

Habrá que recordar que durante la ‘‘Crisis de 1995’’ en México hubo calificaciones de los niveles de AA(mex) y A(mex) que incumplieron sus pagos.

### Riesgo Administración

En una bursatilización de activos se tiene que definir quién será la entidad encargada de administrar esos activos, la cual deberá tener la capacidad de maximizar el rendimiento y valor de los activos encomendados en administración.

 De que nos sirve tener el mejor activo si no tenemos quien se encargue que este sea cobrado oportunamente? Este punto ha de ser cubierto de manera satisfactoria para poder pensar en una bursatilización, por tal motivo es muy importante contar con información del administrador de los activos en términos de experiencia y capacidad operativa.

El administrador de activos financieros tiene una substancial influencia en desempeño de los activos encomendados en administración, mas allá juega un papel especial en la protección de los intereses de los inversionistas.

La calidad y estabilidad de las operaciones de los administradores de activos financieros tienen un impacto directo en la capacidad de administrar y en pérdidas de valor en los activos que administran.

Para este efecto Fitch Ratings cuenta con la calificación de Administradores de Activos Financieros la cual nos permite ver la capacidad de los administradores de activos financieros de maximizar el valor y rendimiento de los activos encomendados en administración de la entidad calificada versus otros administradores de activos en referencia su labor propia de administración.

### Calificación de Administradores de Activos Financieros

Como se ha comentado Fitch Ratings emite su opinión respecto a la capacidad del Administrador de Activos Financieros (AAF) para realizar su labor la cual esta fundamentada en varias áreas de análisis cada una con varias subcategorías o factores que son ponderados y evaluados para determinar la calificación del AAF.

### Principales Puntos de Análisis

Entre los principales puntos de análisis para otorgar la calificación de AAF se encuentran:

- Experiencia de la empresa y de la administración
- Situación Financiera
- Recursos humanos con los que se cuenta
- Programas de cursos y capacitación
- Procedimientos de originación en su caso y controles y administración del riesgo
- Indicadores de desempeño de los portafolios administrados (Morosidad - Quebrantos)
- Tecnología e infraestructura de sistemas para realizar su labor

### Diferentes Tipos de Activos,  Diferente Metodología?

La calificación de AAF contempla dependiendo del tipo de activo, diferentes ponderaciones, sin embargo la mayor parte de factores aplican igual independientemente del tipo de activo que se administra.

Por ejemplo en el caso de la Sociedad Hipotecaria Federal (antes FOVI), y por requerimiento de esta, la escala de calificaciones de AAF para los participantes de este mercado es dual ya que considera por un lado la calificación de administrador y por otro la de riesgo crediticio.

Las calificaciones como administradores de activos financieros son 5 las cuales pueden ser:

- Superior(mex)
- Promedio Alto(mex)
- Promedio(mex)
- Promedio Bajo(mex)
- Inaceptable(mex)

Es oportuno mencionar que como todas las calificaciones de Fitch Ratings, estas son dinámicas y podrán cambiar en el tiempo. Si bien es cierto al asignar una calificación buscamos siempre un horizonte de largo plazo, siempre existe la posibilidad de mejoría o deterioro de las entidades calificadas.

Actualmente calificamos como AAF un total de 12 Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOLES) Hipotecarias, 6 Uniones de Crédito (FIRA) y 2 entidades Administradoras de Activos Financieros.

El total de SOFOLES Hipotecarias calificadas por Fitch Ratings, equivale al 97% de la cartera total neta administrada por este tipo de empresas.

### *Tipos de Riesgo de Administración*

Fitch Ratings percibe fundamentalmente dos tipos de Riesgo Administración:

- Riesgo de la Administración del Activo
- Riesgo de la Administración del Fideicomiso emisor

En cuanto al riesgo de la administración del activo se ha comentado ya al respecto, sin embargo en el caso de bursatilizaciones es muy importante considerar un administrador alternativo en caso de que el primero pudiera verse afectado de tal forma que se vea imposibilitado para llevar a cabo su función.

El otro riesgo de administración es el relativo a la administración de los activos fideicomitidos, el cual recae directamente sobre el fiduciario.

Actualmente no existen fiduciarios calificados en México, es una práctica que se realiza en mercados mas desarrollados, dado lo relevante de su actividad en la bursatilización.

### *Riesgo Mercado*

Este riesgo tiene que ver fundamentalmente con cambios en la tasa de interés. Se tiene el riesgo de que un aumento importante en las tasas de interés provoque que los activos fideicomitidos sean insuficientes para hacer frente a los compromisos/pagos de la emisión que están respaldando, o por otro lado una disminución de las tasas de interés que coadyuvaría a incrementar el riesgo liquidez de la operación.

### *Volatilidad*

El hablar de riesgo mercado es forzosamente hablar de volatilidad. Pero ¿qué es volatilidad?

Volatilidad es la sensibilidad de los instrumentos financieros a cambios en la tasa de interés que se ve reflejada en el precio de los mismos. De tal suerte tenemos que un incremento en las tasas de interés provocara una disminución en el precio del mismo y viceversa un decremento en las mismas impactara el precio del bono hacia arriba.

Es por eso que se considera dentro de la estructura de la bursatilización los mecanismos suficientes que mitiguen estas posibles variaciones económicas para que la bursatilización pueda cumplir con el pago oportuno del principal y los intereses.

El riesgo al que se enfrenta la estructura de toda bursatilización en términos de riesgo mercado es que los activos del fideicomiso emisor, que serán la fuente de repago del bono se vean mermados por condiciones ajenas a la calidad de los activos o la administración de los mismos.

### *Riesgo Liquidez*

Este riesgo esta muy relacionado con el riesgo mercado explicado anteriormente y representa la probabilidad de que se anticipen los flujos de los activos que fueron fideicomitidos, lo que podría afectar la operación al estar expuesta a:

- Arbitraje negativo en tasas
- Incrementar el riesgo mercado

Dependiendo del tipo de activo y su Riesgo Liquidez que se este bursatilizando es recomendable que se tenga la opción, como parte de la estructura de la emisión, de prepagar el bono para mitigar este riesgo de liquidez. Normalmente existe un costo por ejercer esta opcionalidad.

### ■ Características del Portafolio de Cuentas por Cobrar a Bursatilizar

Un portafolio de cuentas por cobrar que pueda ser susceptible a ser bursatilizado debe considerar al menos los siguientes puntos:

- Diversificación y tamaño de la cartera
- Homogeneidad de las cuentas por cobrar
- Aplicación de los criterios y políticas de originación, administración y control del riesgo.
- Sistemas implementados para la recuperación de las cuentas por cobrar
- Desempeño histórico de las cuentas por cobrar
- Capacidad del administrador para reportear el desempeño del portafolio

### ■ Estructura Jurídica de la Transacción

Un punto fundamental en toda operación estructurada y especialmente en las bursatilizaciones es la estructura jurídica de la misma.

Dado que la intención de las operaciones estructuradas y bursatilizaciones es la de aislar los activos de cualquier eventualidad del originador de los mismos es común encontrar que estas se lleven a cabo mediante el uso de un fideicomiso que funcione como una “entidad de propósito especial” cuyo objeto sea principalmente el de emitir la deuda y administrar los activos que le fueron fideicomitados para luego pagar la deuda emitida al amparo de dichos activos.

Desde el punto de vista metodológico la estructura jurídica cuenta con una importancia tal que, teniendo todos los riesgos comentados en este documento cubiertos, una deficiente estructura legal y jurídica de la transacción puede verse reflejada en un incremento del riesgo que causa una baja de la calificación de la misma.

#### Opinión de Expertos

Parte del proceso de calificación incluye la revisión y análisis de todos los documentos legales, Fitch Ratings descansa sobre la opinión de abogados externos respecto del apego, legalidad y exigibilidad jurídica de los documentos que forman parte de la estructura.

### ■ Mitigantes de Riesgo en las Bursatilizaciones

Se han los distintos riesgos inherentes a toda bursatilización, ahora se presentan algunos puntos que pueden mitigar esos riesgos y que dan forma a la estructura de la emisión.

#### Aforo: Margen de Seguridad

El aforo representa el margen de seguridad razonable con el que cuenta la transacción. Esta relación entre el activo a bursatilizar y el monto de la emisión dependerá del comportamiento y desempeño histórico del activo así como de las características del mismo. Este tipo de mitigante del riesgo es comúnmente usado en bursatilización de cuentas por cobrar.

El aforo le ayuda a la estructura de la emisión a “amortiguar” los riesgos inherentes al activo y/o al mercado.

El aforo puede presentarse dentro de la estructura como una Serie Subordinada del bono. De esta forma se tendrá el bono Preferente garantizado 1 a 1 con el activo bursatilizado y el bono Subordinado que sería una fracción que dependerá del análisis de riesgos del activo, que funcionará para “amortiguar” todos aquellos riesgos que pueden mermar el activo bursatilizado.

#### Coefficiente de Liquidez

El coeficiente de liquidez representa una cantidad en efectivo que puede servir al igual que el aforo para “amortiguar” riesgos en una estructura; este básicamente busca hacer frente al riesgo crédito del activo, a diferencia del aforo este es en efectivo y no necesariamente como una fracción del mismo activo.

#### Conformación de Reservas

Es común encontrar en las estructuras de bursatilización reservas que ayudan a darle solidez a la transacción. Estas reservas pueden ser para mitigar riesgos del pago de los intereses del bono, para mitigar riesgos de pago de gastos de operación o la volatilidad de las variables económicas.

La mecánica para la constitución de reservas dependerá del activo bursatilizado y de la frecuencia de la generación de flujo de efectivo, ya que estas pueden constituirse al inicio de la vida del bono o irse conformando a través del tiempo. Adicionalmente se debe establecer la mecánica de resitución para esas reservas en el caso de que se hayan utilizado.

#### Administradores Alternativos

Se ha analizado la importancia de los AAF dentro de la bursatilización de activos, y como es que su función es fundamental para darle tranquilidad al inversionista respecto del cobro de los activos que están respaldando la emisión.

Un punto importante a considerar como un factor mitigante de este riesgo de administración es el de contar con un AAF alternativo en caso de que el primero se vea imposibilitado de llevar a cabo su labor.

### Opción de Prepago

Algunas de las estructuras de bursatilización consideran una opción de prepago, la cual consiste en darle al emisor la posibilidad de adelantar el pago del bono si así lo considera necesario; regularmente estas opciones tienen un costo para el emisor llamado: prima de prepago, la cual tiende a incrementarse a medida que esta opción es ejercida dentro de los primeros pagos del bono.

### Revolvencia

Dentro de una bursatilización de cuentas por cobrar se puede tener revolvencia de las mismas, esto es que una vez cobradas, el efectivo puede ser utilizado por el originador para cambiarlo nuevamente por cuentas por cobrar.

El número de revolvencias dentro de una bursatilización dependerá del plazo de la emisión así como de la frecuencia de cobro de las cuentas por cobrar. En términos generales este mecanismo permite se mitiguen riesgos ya que cada revolvencia incrementa el aforo de manera “natural” al estar revolviendo cuentas por cobrar aforadas contra el efectivo cobrado.

### Criterios de Elegibilidad del Activo

Como se comento anteriormente las características del portafolio de activos a bursatilizar son un punto muy importante de la estructura de la bursatilización ya que de estas dependerá el comportamiento futuro de los flujos de efectivo que serán destinados al pago del servicio del bono.

Estos puntos mencionados son tan solo algunos y son expuestos de manera ilustrativa mas no limitativa, cada portafolio de activos es diferente por lo que cada una podrá tener distintos mitigantes de riesgo, dependerá de los activos, los riesgos propios y de la creatividad que tenga el estructurador para minimizar estos.

### ■ Nuevo Concepto para Mitigar Riesgos

Recientemente se ha recurrido a un concepto relativamente nuevo en nuestro País a efecto de mitigar los riesgos en emisiones de deuda y este es el de obtener un “Seguro de Garantía Financiero” por parte de una entidad con Alta Calidad Crediticia que garantice parcial o totalmente la emisión del bono.

Este tipo de soportes financieros o garantías son ofrecidos por entidades nacionales o extranjeras, que bien pueden ser privadas o agencias de gobiernos con el fin de garantizar total o parcialmente las emisiones de deuda y así poder acceder a una mejor calificación.

### ¿En que consiste el Soporte?

Este consiste en que una entidad que cuenta con una Alta Calidad Crediticia puede garantizar los pagos de capital o intereses o ambos de un emisión a fin de que esta última pueda mejorar su calificación.

Esta mejora esta fundamentada en el traslado parcial o total del riesgo crédito a una entidad normalmente con las más Alta Calidad Crediticia.

### Tipos de Soporte

Existen fundamentalmente dos tipos de garantías que se pueden ofrecer y las cuales son:

- Soporte parcial
- Soporte total

Para cada una de estas los mecanismos de ejecución son los que mayor relevancia tienen para establecer la nueva calificación de la emisión garantizada. De tal suerte que estos tendrán que ser 100% transparentes para los inversionistas para que el soporte financiero funcione como tal permitiendo que la emisión original sin garantía pueda ser sujeta a una mejora crediticia.

Esto es que al momento del pago el inversionista no se entera quien fue quien cubrió el pago, si fue el emisor o fue el garante.

### Estructura de la Garantía

En este tipo de operaciones es igualmente relevante e importante la estructura jurídica de la garantía. Los puntos básicos a tener en cuenta son:

#### *Mecanismo de ejecución de la garantía*

Es decir como se lleva a cabo el pago al inversionista, se da el incumplimiento por parte del emisor y luego entra el soporte o garantía; o bien para el inversionista fue transparente porque este pagó antes de que se diera el incumplimiento?

### *Leyes aplicables*

Es importante considerar que leyes son aplicables a cada caso, ya que al existir la posibilidad de que el garante sea una entidad extranjera se deberá tener presente que igual existe la posibilidad de que cualquier reclamo de ese soporte o garantía tenga que hacerse en el extranjero y conforme a la legislación de ese país.