

Criterios

Criterios | Financiamiento Estructurado | ABS

Los tres pilares fundamentales de las calificaciones de transacciones estructuradas de flujos futuros en mercados emergentes

Fecha de publicación: 16 de noviembre de 2004

Analistas:

Gary Kochubka, Nueva York (1) 212-438-2514, gary_kochubka@standardandpoors.com

Diane Audino, Nueva York (1) 212- 438-2388, diane_audino@standardandpoors.com

Juan P. De Molleín, Nueva York (1) 212-438-2536, juan_demollein@standardandpoors.com

Indice

• PILAR N°1: EVALUACIÓN DEL RIESGO DE LA LÍNEA DE NEGOCIOS	4
• PILAR N°2: EVALUACIÓN ESTRUCTURAL	5
• PILAR N°3: LA INTERFERENCIA SOBERANA	7

Los tres pilares fundamentales de las calificaciones de transacciones estructuradas de flujos futuros en mercados emergentes

Las transacciones estructuradas de flujos futuros financieros y de exportaciones han tendido un papel predominante en las bursatilizaciones internacionales llevadas a cabo en la última década en mercados emergentes de América Latina, Europa Oriental, Medio Oriente y África. Los flujos futuros han resultado ser una estructura exitosa tanto para inversionistas como para emisores (conocidos generalmente como originadores) que poseen derechos sobre algún flujo bursatilizable de ingresos en moneda extranjera. Con estas estructuras los originadores se benefician gracias al apalancamiento en una moneda fuerte (en general el dólar estadounidense) contra ciertos flujos, denominados en dicha moneda, que esperan obtener en el futuro. Otros beneficios incluyen el obtener financiamiento a un menor costo y/o con un vencimiento más extenso del que podrían conseguir emitiendo deuda no respaldada por una estructura, y el acceder a inversionistas sofisticados que están restringidos a invertir en obligaciones de deuda solamente con calificación de grado de inversión. Del mismo modo, los inversionistas generalmente se benefician con ciertos rasgos estructurales que mitigan diversos riesgos, tales como el hecho de contar con el derecho legal sobre los activos bursatilizados, o la existencia de cuentas de cobranza fuera del país en el que se originan los activos, ambos elementos que permiten mitigar los riesgos que el originador o el gobierno pueda interferir con el pago oportuno de la deuda en moneda extranjera.

Un ingrediente necesario para obtener los beneficios de la bursatilización de flujos futuros es la calificación de riesgo crediticio de la transacción. Las transacciones de flujos futuros confieren los beneficios descritos anteriormente (y potencialmente otros) cuando la estructura brinda suficiente mitigación de riesgos para permitir que a una emisión se le asigne una calificación mejor de la que podría obtener con la emisión de obligaciones de deuda no estructurada. Por lo tanto, los criterios con los que se analizan las calificaciones de las transacciones son de vital importancia para su viabilidad y posterior éxito tanto para los originadores como para los inversionistas.

El proceso para obtener una calificación de una transacción de flujos futuros en mercados emergentes de Standard & Poor's Ratings Services consta de tres evaluaciones analíticas interrelacionadas. Estas evaluaciones – la evaluación del riesgo de la línea de negocios, la evaluación del riesgo estructural y la evaluación del riesgo de interferencia soberana – constituyen los pilares analíticos fundamentales de dichas calificaciones de riesgo. Durante el proceso de calificación de la transacción, un equipo interdisciplinario de analistas de los grupos de calificaciones de Empresas o Bancos, Financiamiento Estructurado, Legales, y Calificaciones Soberanas de Standard & Poor's realiza una evaluación de los temas crediticios clave que afectan cada evaluación. Al finalizar dicha evaluación, un comité compuesto por estos analistas asigna una calificación a cada una de las tres categorías de evaluación. La calificación más baja entre estas tres evaluaciones se convierte, por lo general, en la calificación final de la transacción. A continuación se presenta una breve descripción de cada una de estas evaluaciones y algunos de los principales factores analíticos que examina Standard & Poor's al llevar a cabo el proceso de asignación de una calificación de riesgo crediticio de flujos futuros.

Pilar N°1: Evaluación del riesgo de la línea de negocios

El primer paso para calificar una transacción de flujos futuros es generalmente una evaluación de la capacidad del originador para generar el flujo de cuentas por cobrar que está siendo bursatilizado. Éste es un proceso de dos pasos que incluye una evaluación de la capacidad del originador subyacente para continuar operando y una evaluación de la capacidad y voluntad de la entidad de mantener la línea de negocios específica que genera los activos bursatilizados.

El énfasis puesto en los riesgos para la capacidad operativa del originador subyacente refleja la naturaleza de “riesgo único” de las transacciones de flujos futuros. A diferencia de la mayor parte de los títulos respaldados por activos, las transacciones de flujos futuros no bursatilizan activos existentes para brindar protección contra el impacto de incumplimientos en los activos subyacentes sobre el pago del título calificado. Por el contrario, parte de la producción actual o futura del originador – sea esta producción un producto físico (tal como un *commodity*) o un servicio (por ejemplo las funciones de procesamiento de un banco) – es tomada como el respaldo o garantía de repago otorgada a la transacción. Por lo tanto, el desempeño de una transacción de flujos futuros se encuentra profundamente vinculado a la capacidad para continuar en el negocio del originador, así como de su capacidad y voluntad para producir el activo bursatilizado durante toda la vida de la transacción. El riesgo que los activos no sean generados según lo esperado es uno de los puntos principales del análisis crediticio de los flujos futuros.

Standard & Poor's reconoce que el riesgo representado por la evaluación de la “capacidad de producir” (*performance assesment*) de una entidad puede ser mas bajo que el riesgo de dicha entidad para incumplir con sus obligaciones financieras. Por ejemplo, un gobierno puede permitir que una importante compañía petrolera monopólica estatal continúe operando aun si ha incumplido selectivamente con algunas de sus obligaciones financieras, en caso que el gobierno considere que el producto o servicio de la entidad sea esencial para el funcionamiento de la economía general. Una situación similar también se da en el ámbito bancario, en el cual los gobiernos o entidades reguladoras a veces permiten que grandes instituciones, importantes para el sistema, continúen en operación a pesar de contar con un patrimonio negativo. Los gobiernos y entidades reguladoras también brindan respaldo financiero para permitir que instituciones afectadas por problemas crediticios eviten incumplir con sus obligaciones con acreedores y/o depositantes.

Si bien el riesgo de incumplimiento en una obligación financiera está considerado en las calificaciones crediticias de emisor de Standard & Poor's, el riesgo de que un originador pueda cesar completamente todas (o una parte importante) de sus operaciones es la base de las evaluaciones de supervivencia para los bancos y las evaluaciones de riesgo de desempeño para las corporaciones no financieras de Standard & Poor's.

Luego de determinar la evaluación de supervivencia o el riesgo de desempeño del originador, Standard & Poor's revisa los riesgos asociados con la línea de negocios específica responsable de generar las cuentas por cobrar bursatilizadas. Esta evaluación del riesgo de generación de la línea de negocios es el “pilar fundamental” para la calificación de la transacción final, ya que la capacidad para generar las cuentas por cobrar designadas es, en última instancia, el riesgo crediticio relevante que los inversionistas enfrentan en este tipo de bursatilización.

En la mayoría de los casos, la evaluación del riesgo de la generación de la línea de negocios será la misma que la de la calificación de riesgo de supervivencia o desempeño del originador, aunque puede haber excepciones bajo ciertas circunstancias. Una evaluación del riesgo de generación de la línea de negocios puede exceder a la evaluación del riesgo de supervivencia del originador si, por ejemplo, una línea de negocios pudiera transferirse con relativa facilidad a otra entidad en caso de una liquidación de la entidad emisora original. Si los documentos legales que rigen la transacción prevén la supervivencia de la obligación financiera calificada luego de dicha transferencia,

Standard & Poor's podría asignar una calificación mayor que la señalada por la propia evaluación del desempeño o capacidad de supervivencia de la entidad. Por el contrario, el resultado de la evaluación del riesgo de la generación de la línea de negocios podría ser menor que el resultado de la evaluación del riesgo del originador si los riesgos asociados con la línea de negocios se consideran mayores que el riesgo que el originador quiebre o se liquide. Un ejemplo de esto último sería una aerolínea que busca bursatilizar sus cuentas por cobrar generadas por ciertas rutas. Si Standard & Poor's considera que las rutas designadas cuentan con un riesgo alto de reducción o eliminación del servicio (por razones de negocios, regulatorias u otras), la evaluación del riesgo de la línea de negocios para las cuentas por cobrar generadas por dichas rutas podría ser menor que la evaluación del riesgo de desempeño general de la aerolínea misma.

Pilar N°2: Evaluación estructural

Otro elemento esencial de una calificación de flujos futuros es la evaluación de la fortaleza estructural de la transacción propuesta. Debido a que el objetivo típico de una bursatilización de flujos futuros es obtener una calificación mejor que la calificación crediticia en moneda local y/o extranjera del originador, la estructura misma debe brindar cierta protección significativa que contribuya a compensar o mitigar los riesgos crediticios asociados con el negocio del originador y/o la capacidad del gobierno soberano de interferir con el servicio de deuda de la obligación. Es de fundamental importancia para esta evaluación estructural la valoración de cinco áreas clave:

- La fortaleza del originador en la producción del producto o servicio bursatilizado,
- La fortaleza legal de la transacción,
- El tipo de cláusulas (*covenants*) protectoras contenidas en la documentación de la transacción,
- Pruebas de estrés de los flujos de la transacción, y
- La necesidad / monto de una cuenta de reserva.

Fortaleza del originador

Un elemento clave para la calificación de la transacción estructurada es la fortaleza del originador para continuar generando suficientes cuentas por cobrar en el futuro. Este hecho depende no sólo de que la compañía permanezca en el negocio relevante (un factor generalmente considerado en las evaluaciones de la capacidad de supervivencia o desempeño del originador), sino también si conserva su posición competitiva en el mercado para el producto o servicio que brinda. Asimismo, se examinan factores que pueden afectar tanto el crecimiento de dicho mercado en el futuro como la rentabilidad de la línea de negocios con el objeto de brindar una perspectiva de las probables expectativas futuras del producto/ servicio que se está bursatilizando.

Temas legales

Al evaluar las probabilidades que una transacción reciba una calificación mejor que la calificación en moneda local del originador sin el respaldo de una estructura (es decir, lograr una “elevación de calificación”), Standard & Poor’s revisa los aspectos legales relacionados a los activos a bursatilizarse durante una potencial quiebra (u otros procedimientos similares) del originador. El objetivo es analizar que el derecho de los inversionistas a recibir los pagos se vea protegido contra las potenciales demandas de los acreedores del originador durante una quiebra, reorganización, o procedimiento similar. Este aislamiento de los activos de la transacción brinda la base legal para poder calificar las obligaciones de flujos futuros por encima de la calificación de otras obligaciones respaldadas y no respaldadas de un originador.

Standard & Poor’s, por lo general, considera a la capacidad de efectuar una venta verdadera de activos futuros en la jurisdicción correspondiente, como un aspecto positivo para la calificación, en la medida en que los requisitos para perfeccionarla no sean una carga desde el punto de vista administrativo. Sin embargo, una venta verdadera no es la única alternativa de transferencia de los activos para lograr el tipo de protección para los acreedores, con el objetivo de elevar la calificación de una transacción de flujos futuros.

En caso que las leyes en el país del originador protejan las obligaciones comerciales del mismo (en lugar de sus obligaciones financieras/ de deuda) de ser excluidas durante un procedimiento de quiebra, una cesión en garantía, o contrato de suministro comercial con una entidad comercial tercera fuera del país, este hecho puede ser suficiente para que Standard & Poor’s brinde una elevación de calificación si la cesión en garantía o acuerdo de suministro se equiparan con una venta verdadera de los activos futuros de la entidad tercera a una entidad de propósito específico (como puede ser un fideicomiso) bajo el control del fiduciario de la transacción. Asimismo, si el originador es una entidad importante estatal o una entidad privada que no se encuentra sujeta a los procedimientos de quiebra estándar, el hecho que la transferencia de los activos bursatilizados a los inversionistas no tenga lugar a través de una venta verdadera o acuerdo comercial, como se describió anteriormente, no necesariamente excluye la posibilidad de una elevación de calificación.

Independientemente de la forma en que tenga lugar la transferencia de los activos, Standard & Poor’s evaluará tanto las cláusulas legales específicas que rigen la transferencia como los incentivos generales para el desempeño contenidos en la transacción. También se toman en consideración otros factores en el análisis, como la madurez y confiabilidad del sistema legal en el cual la transferencia ocurre y la capacidad de los acreedores para ejercer sus derechos.

Asimismo, Standard & Poor's revisará notificaciones, consentimientos o reconocimientos brindados por los compradores extranjeros de un producto (para las transacciones de flujos futuros por exportaciones) y por los pagadores de montos adeudados al originador (en el caso de transacciones de flujos futuros financieros). Standard & Poor's considera que el uso de consentimientos y reconocimientos en una transacción de flujos futuros es una característica positiva, pero estima que no brinda a los acreedores una protección legal absoluta contra incumplimientos por parte de las entidades extranjeras que firman estos documentos. En su lugar, Standard & Poor's basa su evaluación en el análisis de los incentivos para el cumplimiento por parte de los compradores o deudores y en la probable relación costo/ beneficio para un originador (o su gobierno) si interfiriera en la transacción al intentar inducir a los compradores o deudores a evadir la estructura de pagos de la transacción.

Cláusulas (*covenants*) de la transacción

Standard & Poor's evalúa las cláusulas y detonantes de eventos de amortización contenidos en la documentación de la transacción. Son de particular importancia factores crediticios específicos que puedan conducir a una amortización anticipada o recompra obligatoria de la transacción por parte del originador. A pesar que la calificación de Standard & Poor's no abarca la probabilidad de repago de una obligación que atraviesa una aceleración, amortización anticipada, o repago obligatorio antes del vencimiento, los analistas de financiamiento estructurado trabajan conjuntamente con sus contrapartes internas del sector corporativo o bancario para asegurar que algún prepago o disminución del saldo de deuda de la transacción antes de su vencimiento esperado no ejerza una excesiva presión de liquidez para el originador. Standard & Poor's también examina exhaustivamente todas las demás cláusulas de la transacción con el fin de asegurarse que los derechos e intereses de los inversionistas se encuentren adecuadamente protegidos en caso de que tengan lugar ciertos hechos crediticios, tales como la quiebra del originador, interferencia de gobiernos, o una drástica disminución de la generación de cuentas por cobrar.

Análisis del flujo de efectivo

El análisis del flujo de efectivo es un elemento central de la evaluación estructural de los flujos futuros. Standard & Poor's realiza pruebas de estrés crediticio y financiero para cada transacción que incorporan diversos riesgos potenciales específicos al país, la industria y el originador, y que pudieran afectar el monto de cuentas por cobrar generadas y, por lo tanto, el monto de protección crediticia (generalmente a través de un *sobreaforo*) para resguardar a los inversionistas de potenciales pérdidas. El indicador clave utilizado en este análisis es el ratio de cobertura de servicio de deuda (DSCR por sus siglas en inglés). Dicho indicador se obtiene del cociente del monto de cuentas por cobrar fluyendo por la estructura de pagos de la transacción en un periodo de pago dado, dividido por el monto del servicio de deuda de la obligación calificada en el mismo periodo. La mayor parte de las transacciones de flujos futuros cuentan con un ratio de cobertura de servicio de deuda mayor que 1 vez (1x), brindando a los inversionistas cierta protección contra las fluctuaciones esperadas (estacionalidad) e inesperadas (eventos crediticios aislados) en el monto de activos bursatilizados generados durante la vida de la transacción.

Debe resaltarse que Standard & Poor's desarrolla sus escenarios de estrés crediticio y financiero para cada transacción en particular, excepto para ciertos riesgos particulares. Por ejemplo, un supuesto de estrés común para la trayectoria de las tasas de interés LIBOR o la de los bonos del Tesoro de Estados Unidos puede ser utilizado para todas las transacciones de flujos futuros a tasa variable con el mismo vencimiento. Sin embargo, Standard & Poor's puede imponer un estrés adicional en el desempeño histórico de las cuentas por cobrar con el propósito de reflejar riesgos específicos del país o de la transacción, tales como el impacto de una guerra, desastres naturales, un congelamiento en el sistema bancario o de pagos, mala relación entre la plantilla laboral y la gerencia, o el potencial para que nuevos competidores afecten la generación de cuentas por cobrar del originador. El estrés en los precios es otro componente clave del análisis de los flujos de efectivo para numerosas transacciones de exportaciones, en particular aquellas que incluyen *commodities* cuya dinámica de precios/ demanda se encuentra sujeta a movimientos significativos debido al ciclo de negocios. Estos factores de estrés adicionales son determinados caso por caso, dependiendo de las circunstancias de cada originador, el país en el cual se generan los activos y el tipo de activo que se está bursatilizando.

El ratio de cobertura de servicio de deuda a menudo variará en el transcurso del tiempo debido a factores como la estacionalidad en la generación de cuentas por cobrar, o debido a una estructura de repago que utiliza pagos desiguales. Standard & Poor's se centra entonces en el menor ratio de cobertura de servicio de deuda (luego del test de estrés) a lo largo del plazo de la transacción. Este nivel mínimo determina la efectividad o fortaleza de la estructura de flujos de efectivo para dicha transacción.

Cuentas de reserva

El conjunto de factores de riesgo citados anteriormente, que se examinan en el contexto del análisis de flujos de efectivo, podría potencialmente ocasionar una insuficiencia en la cobertura del servicio de deuda durante la vigencia de la transacción. Sin embargo, algunos de estos riesgos pueden ser de una duración limitada, de tal modo que una cuenta de reserva o liquidez podría ser útil para preservar el flujo en tiempo y forma de los pagos a los inversionistas, y podría ayudar a mitigar el efecto de estos riesgos identificados en la calificación de la transacción.

Para determinar la necesidad o el monto de una cuenta de reserva, Standard & Poor's estima, de ser posible, la potencial severidad y duración de los eventos identificados que podrían conducir a una alteración temporal de la generación de las cuentas por cobrar, y compara estas características de riesgo con la frecuencia de pago de la transacción y otras protecciones estructurales, tales como el sobreaforo de la transacción. Si Standard & Poor's considera que un evento, como un terremoto, puede afectar la generación de las cuentas por cobrar seriamente durante un período de tres meses luego de haber ocurrido, se requeriría una cuenta de reserva por un servicio de deuda completo si la frecuencia de pago de la transacción fuera trimestral o mensual. Sin embargo, una cuenta de reserva puede no ser exigida si la frecuencia de pago fuera semestral o de mayor duración y Standard & Poor's considera que el originador puede generar un número suficiente de cuentas por cobrar antes de la fecha de pago. Es importante resaltar que Standard & Poor's determina la necesidad de contar con una cuenta de reserva caso por caso. Numerosos factores pueden afectar el punto de vista de Standard & Poor's respecto de la necesidad de una cuenta de reserva en una transacción en particular, incluyendo (pero no estando limitada a) el activo que está siendo bursatilizado, el país donde se encuentra establecido el originador, el nivel de cobertura de servicio de deuda brindado por el activo bursatilizado, ciertas características crediticias del originador, y la presencia de ciertos riesgos de desastres naturales (por ejemplo, terremotos).

Pilar N°3: La interferencia soberana

Evaluación

El riesgo de interferencia soberana se refiere generalmente a la capacidad y propensión de un gobierno a interferir en el adecuado funcionamiento de una transacción de deuda. Dicha interferencia puede ser directa y llevada a cabo con la intención específica de eliminar los términos de la transacción, o puede ser indirecta y afectar a una transacción como una consecuencia no buscada de políticas del gobierno o medida regulatoria no relacionadas. Una parte clave de una calificación de riesgo crediticio de flujos futuros incluye, por lo tanto, una revisión de la potencial interferencia del gobierno y su efecto en la transacción.

Calificaciones de incumplimiento de pago soberano frente a evaluaciones de interferencia soberana

Los inversionistas y originadores deberían ser conscientes que Standard & Poor's no considera las calificaciones de incumplimiento de deuda soberana necesariamente como indicadores definitivos de riesgo de interferencia soberana para los propósitos de asignar una calificación a una transacción de financiamiento estructurado. Las calificaciones soberanas tienen como propósito transmitir la opinión de Standard & Poor's de la probabilidad que un gobierno realice los pagos de sus propias obligaciones de deuda en tiempo y forma. Sin embargo, las evaluaciones de interferencia soberana tienen como fin evaluar un tipo de riesgo diferente: la probabilidad que un gobierno intente interferir en la adecuada operación de una transacción respaldada por una estructura, y que este intento tenga éxito. La interferencia oficial podría producirse antes, durante o luego de un incumplimiento de pago soberano o podría incluso tener lugar en ausencia de un incumplimiento de pago por parte del gobierno. Del mismo modo, un incumplimiento de pago de deuda podría producirse sin que el gobierno intente interferir en transacciones estructuradas en lo más mínimo. Debido a que la interferencia soberana y los incumplimientos soberanos no necesariamente se encuentran perfectamente – o inclusive altamente – correlacionados en todas las circunstancias, las evaluaciones de interferencia soberana pueden diferir sustancialmente de las calificaciones de incumplimiento soberano.

Asimismo, es importante resaltar que las evaluaciones de interferencia soberana pueden diferir en distintas transacciones originadas en el mismo país, debido a que gran parte de la evaluación del riesgo de interferencia depende de circunstancias específicas de cada originador, el tipo de activo y los detalles estructurales específicos de la transacción que está siendo calificada. Por ejemplo, una empresa de servicios públicos regulada en un país emergente puede recibir una evaluación de interferencia distinta a la de un importante exportador de *commodities* privado debido a la posibilidad que se encuentren sujetos a distintos niveles de influencia y supervisión regulatorias. Como resultado, la capacidad y voluntad del gobierno de interferir con estas transacciones podría diferir significativamente.

A pesar de la imperfecta correlación entre el incumplimiento del gobierno y la interferencia de la transacción, Standard & Poor's considera que puede haber una conexión entre la situación financiera de un gobierno y el incentivo con el que cuenta para intentar interferir en una transacción estructurada. Como resultado, los cambios en una calificación de incumplimiento soberano, positiva o negativa, pueden conducir potencialmente a cambios similares en la evaluación de interferencia de una transacción. Sin embargo, estos cambios no son automáticos y dependen de la interacción de numerosos factores que se evalúan al momento del cambio de la calificación de incumplimiento soberano.

Beneficios frente a los costos de interferencia soberana

Standard & Poor's considera diversos factores al desarrollar sus puntos de vista respecto a la probabilidad de una interferencia soberana. Uno de los factores más importantes que influyen en el riesgo de interferencia es la estructura de incentivos que enfrenta un gobierno que contempla interferir en una transacción estructurada. En caso de tener éxito, la mayor ganancia que el gobierno puede obtener de esta interferencia sería una parte o, potencialmente, todo el servicio de deuda de la transacción durante el resto de la vida de la misma. Estos beneficios incluirían, además, los ingresos de divisas que, de otro modo, se asignarían al servicio de deuda de la transacción, la mayor flexibilidad financiera del deudor subyacente ahora libre del servicio de deuda asociado con la transacción, y, tal vez, ciertos beneficios políticos asociados con “hacer frente” a los acreedores extranjeros en un momento de dificultades financieras para el país. Dichas ganancias se verían incrementadas si el gobierno interfiriera exitosamente en una transacción que ya atraviesa por una amortización anticipada o una aceleración en la cual se asignó un mayor número de divisas para el repago del servicio de deuda antes de lo previsto. Asimismo, cuanto mayor sea el servicio de deuda acumulado impago en transacciones de flujos futuros llevadas a cabo por entidades de un país, mayor será la ganancia potencial para un gobierno que está contemplando interferir (suponiendo que eligiera interferir en todas estas transacciones). Por lo tanto, Standard & Poor's realiza un seguimiento y evalúa la actividad de emisión de transacciones de flujos futuros por país como una herramienta en la evaluación de este incentivo.

Sin embargo, frente a este beneficio potencial de interferir, se encuentran los costos potenciales si el gobierno intentase interferir y no lograra rápidamente los resultados deseados. Por ejemplo, si la interferencia del gobierno es un detonante de eventos de amortización anticipada o de recompra en la documentación de la transacción (como efectivamente es en diversas transacciones calificadas), un intento fallido de interferir podría dejar al gobierno en peores condiciones que si no lo hubiese intentado. Esto se debe a que el intento en sí mismo podría ocasionar que todas las cuentas por cobrar generadas sean aplicadas hacia un repago anticipado de la transacción, sin que nada se dirija al originador o el país del originador hasta que la transacción se pague en su totalidad. De este modo, un intento de interferencia que falle podría, en realidad, costar al país una cantidad mucho mayor de divisas perdidas de lo que sería si simplemente se permitiera que se realizara los pagos de servicio de deuda originalmente pactados. Esto es particularmente verdadero para ciertas transacciones de flujos futuros financieros (aquellos que bursatilizan flujos de remesas), debido a que los altos niveles de sobreaforo presentes, por lo general, en estas transacciones, implican que el monto de los fondos que podría perderse por una disminución anticipada de la deuda debido a un intento de interferencia fallido podría ser sumamente significativo y probablemente excedería ampliamente la ganancia potencial en el corto plazo de un intento exitoso. Una apelación por parte de un gobierno a un tribunal en la jurisdicción correspondiente (por lo general donde está ubicado el fideicomiso) podría permitir temporaria o permanentemente que parte o todos los fondos regresen al país, pero para un gobierno que busca un rápido incremento de sus reservas de divisas en un momento de estrés financiero, un intento de desviar fondos adeudados a inversionistas en flujos futuros sería un modo incierto y potencialmente contraproducente para lograr dicho objetivo.

El riesgo de interferencia continúa siendo un factor de calificación significativo

Para cada calificación de transacciones internacionales, Standard & Poor's evalúa los fundamentos, incluyendo tanto los incentivos como los desincentivos, de que un gobierno interfiera en la transacción. No obstante, los gobiernos pueden actuar irracionalmente. Asimismo, las transacciones de flujos futuros calificadas hasta la fecha por Standard & Poor's continúan sin ser sometidas a prueba respecto del intento de un gobierno soberano de interferir en el desarrollo adecuado de sus operaciones. Por lo tanto, la capacidad de las estructuras de flujos futuros de proteger a los acreedores de intentos de interferencia por parte del gobierno soberano no ha sido probada aún.

Factores potenciales que influyen en la evaluación de interferencia soberana

Para las bursatilizaciones de flujos futuros internacionales, se evalúan diversos factores que van más allá de la calificación de deuda en moneda extranjera del gobierno para determinar la evaluación de la interferencia soberana. Dichos factores incluyen, pero no se limitan, a lo siguiente:

- Historial del gobierno respecto a autorizar a las entidades subsoberanas, públicas o privadas, a honrar sus obligaciones contractuales independientemente de si el gobierno soberano honra las propias;
- La fortaleza de la estructura legal de la transacción;
- Una evaluación del beneficio potencial de un gobierno para interferir frente a los costos potenciales de hacerlo;
- El tipo de activo que está siendo bursatilizado y la capacidad, o incentivo con el que cuenta un gobierno para interferir en dichos activos;
- La importancia o que tan "esencial" es la compañía para la economía de un país;
- El nivel de desarrollo del sistema legal de un país y sus leyes respecto de la bursatilización; si el emisor es público, el grado y forma de participación oficial en los asuntos financieros del emisor y la naturaleza de toda legislación que rija la relación entre el emisor y el gobierno;
- La importancia que un gobierno probablemente asigne a mantener el acceso a fuentes de financiamiento privadas, especialmente a aquellas relacionadas con bursatilizaciones, para las entidades privadas y/o públicas;
- Historial de las regulaciones oficiales de la industria o compañía en cuestión, y
- Si el emisor es público, la probabilidad que la transacción calificada pueda convertirse en parte exigida de la renegociación de cualquier deuda soberana, mediante las políticas de "responsabilidad compartida" del Club de París y otras organizaciones multilaterales.

Copyright © 2016 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadoras reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, www.standardandpoors.com (gratuitos), y www.ratingsdirect.com y www.globalcreditportal.com (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P, GLOBAL CREDIT PORTAL y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.