

# FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA CIFI CERO UNO

## Informe Inicial de clasificación de riesgo

Sesión Extraordinaria: N° 6092021 del 13 de julio de 2021.

Información financiera auditada a diciembre 2020 y adicional no auditada a marzo 2021.

Contactos: Marco Orantes  
Gary Barquero

Analista Sénior  
Gerente General

[morantes@scriesgo.com](mailto:morantes@scriesgo.com)  
[gbarquero@scriesgo.com](mailto:gbarquero@scriesgo.com)

### 1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis inicial de la emisión con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora CIFI 01 (en adelante el Fondo o FTRTCIFI01), con información financiera auditada del Originador a diciembre del 2020, intermedia no auditada a marzo 2021 y proyectada del Fondo.

Con base en esta información, se otorgó la siguiente clasificación de riesgo:

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora CIFI Cero Uno		
Emisión	Inicial	
	Clasificación	Perspectiva
VTRTCIFI 01	Nivel 2 (SLV)	Estable

En proceso de inscripción en el Registro Público Bursátil de la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF).

#### Explicación de la clasificación otorgada:

**Nivel 2:** Acciones que presentan una muy buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor, y volatilidad de sus retornos.

**Perspectiva Estable:** Se percibe una baja probabilidad de que la clasificación varíe en el mediano plazo.

Las categorías de la clasificación de riesgo para valores de participación, son basadas en el Art.8 de la -NRP-07- Normas Técnicas sobre Obligaciones de Las Sociedades Clasificadoras y establecidas de acuerdo con lo estipulado en artículo 95-C, de la Ley del Mercado de Valores.

SLV: indicativo de país para las clasificaciones que SCRiesgo otorga en El Salvador. El indicativo no forma parte de la escala de clasificación en El Salvador. La escala utilizada por la Clasificadora está en estricto apego a la Ley del Mercado de

*“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.”*

<sup>1</sup>El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Clasificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

Valores y a las Normas técnicas sobre las Obligaciones para las Sociedades Clasificadoras de Riesgo.

### 2. FUNDAMENTOS

#### Fortalezas

- El alto grado de especialización de CIFI en el modelo de negocios, es considerado un factor clave para la adecuada gestión del activo subyacente.
- El Originador cuenta con una fuerte estructura de Gobierno Corporativo, un sólido grupo accionarial y un equipo directivo de amplia experiencia.
- Carta de crédito *Stand by* contratada por el Originador a favor del Fondo como respaldo de eventuales deterioros crediticios en el balance del Fondo. La cobertura será hasta por un monto de USD5.0 millones. Dicha carta de crédito se podrá ejecutar total o parcialmente.
- El respaldo de la emisión está vinculada a la estructura legal del Fondo. El vehículo permite separar el activo de los riesgos del Originador mitigando escenarios de pérdidas inesperadas.
- La ejecución de garantías se efectuará por CIFI, quien trasladará de forma proporcional su participación al Fondo.
- El convenio *Trust Account* garantiza y acelera el pago periódico a través de instrucción irrevocable a *Union Bank of New York* para depositar a prorrata los fondos recibidos de los derechos sobre participaciones.

#### Debilidades

- El riesgo de liquidez en el Fondo está altamente vinculado al deterioro del activo subyacente; y variaciones en los tipos de interés.

- El vínculo estrecho entre el valor de los activos del Fondo y la gestión del Originador en la calidad del activo subyacente.

## Oportunidades

- Alto interés por avanzar en el rezago de infraestructura en Latinoamérica.
- Demandas crecientes en los sectores de energías renovables y telecomunicaciones.
- Poca competencia en financiamiento de proyectos de infraestructura de tamaño mediano en el mercado objetivo de CIFI.

## Amenazas

- Efectos negativos por la crisis sanitaria COVID-19, limitan el ambiente operativo al Originador. Una extensión del virus implica desafíos adicionales.
- Deterioro de la clasificación de riesgo soberana en algunos países destino de crédito.
- Cambios en el marco regulatorio podrían dificultar el ambiente operativo y negocios.

Las modificaciones en la clasificación estarían determinadas por el deterioro del perfil de liquidez del Fondo y por desmejoras en el activo subyacente.

## 3. RESUMEN DE LA EMISIÓN

Las sociedades: (i) CIFI, S.A. (ii) CIFI LATAM, S.A. y (iii) CIFI PANAMÁ, S.A. que en conjunto podrán denominarse: el Originador, CIFI o las sociedades cedentes. Forman parte del Holding: Corporación Interamericana para el Financiamiento de Infraestructura, S.A. todas operan bajo la franquicia CIFI. El Originador titularizará una porción de los derechos de participación de 21 contratos de financiamientos en proyectos de infraestructura.

Ricorp Titularizadora administrará el Fondo y designará al Gestor (CIFI *Asset Management*, LTD); para procesar, contabilizar, registrar pagos y otros de naturaleza análoga de los derechos a ser transferidos. Por su parte, el Originador será el responsable de la administración y ejecución de garantías que respaldan los derechos transferidos al Fondo según el Contrato Marco de Participación.

El Fondo generará rentabilidad a través de dividendos para los tenedores de los valores de titularización que se emitan con cargo al Fondo. Inicialmente el monto de la emisión será por USD25 millones. Luego de efectuada la primera colocación por un plazo de hasta un año, el Fondo podrá emitir hasta USD75.0 millones a través de series adicionales, siempre que cada nueva serie sea previamente respaldada por los aportes adicionales de activos titularizados por el Originador. En ningún caso el monto máximo de la emisión podrá exceder los USD100 millones.

El Fondo no pagará intereses debido a que emitirá títulos de renta variable que serán distribuidos a prorrata. La emisión ha sido estructurada para inversionistas que no requieran ingresos fijos y con una tolerancia de riesgo mayor. Con la emisión de las participaciones, el Fondo comprará a CIFI los derechos participación de una porción de los préstamos elegidos según corresponda.

La operatividad de la transacción estará garantizada por la captura de los flujos de los deudores en el Banco *Union Bank* domiciliado en *New York*. De manera conjunta, CIFI y el Fondo girarán periódicamente instrucciones a *Union Bank* para que este deposite en una cuenta del Banco Atlántida en el banco Citi Nueva York, el monto correspondiente al Fondo en concepto de los ingresos de pagos realizados por las participaciones de los créditos elegidos, hasta completar de manera proporcional las participaciones en la cuenta discrecional.

Como mitigador de pérdidas esperadas, la transacción obligará al Originador a contar con una carta de crédito *Stand By* por USD5.0 millones que podrá utilizarse exclusivamente cuando se presenten eventos de morosidad.

Los flujos que soportan la emisión y que servirán para el pago de los dividendos a los inversionistas provendrán de la generación de ingresos de los créditos de financiamiento de infraestructura elegidos e identificados como el activo subyacente. El pago de dividendos de los valores de titularización estará respaldado por el patrimonio del Fondo, sirviéndose de la adquisición de los derechos sobre participaciones de los 21 préstamos elegidos según se efectúe la colocación de las series.

Valores de Titularización – Títulos de Participación con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora CIFI -Cero Uno-	
Emisor	FTRTCIFI 01
Estructurador	Ricorp Titularizadora, S.A.
Originador	CIFI
Custodia-Depósito	Anotaciones electrónicas depositadas en los registros electrónicos de CEDEVAL, S.A. de C.V.
Agente colocador	Atlántida Securities, S.A. de C.V., Casa de Corredores de Bolsa

Monto	USD25.0 millones. El Fondo podrá emitir hasta USD75.0 millones adicionales
Valores	Inicialmente 2,500,000,000.00 y de efectuarse aportes adicionales hasta 10,000,000,000.00
Serie	Como mínimo una serie
Plazo	En promedio 15 años.
Activos a Titularizar	Una porción de los derechos de participación sobre contratos de financiamiento de proyectos de infraestructura en los cuales CIFI es acreedor o partícipe.
Valor de las anotaciones electrónicas	El valor mínimo será de un centavo de dólar de los Estados Unidos de América
Mecanismos de protección	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Carta de crédito <i>Stand By</i> por USD5.0 millones</li> <li>▪ Ejecución de garantías</li> <li>▪ Instrucción irrevocable</li> </ul>
Pago	Dividendos una vez al año.
Uso de fondos	Los fondos que se obtengan por la negociación de la emisión serán invertidos por el Fondo para adquirir participaciones y subparticipaciones de los contratos de crédito de CIFI.
Fecha de colocación	Por definir

Fuente: Ricorp Titularizadora

## 4. CONTEXTO ECONÓMICO

### Análisis de Plaza Local

La actividad económica a nivel mundial muestra señales de recuperación entorno a la crisis, potenciadas por la creciente cobertura de campañas de vacunación, aunado al despliegue de medidas sanitarias implementadas por los países. El Gobierno panameño fue de los primeros países centroamericanos en inocular a su población. Al 14 de mayo de 2021, Panamá ya había aplicado más de 800 mil dosis de la vacuna contra el COVID-19. No obstante, el regreso de la economía a los niveles pre pandémicos aún continúa dependiendo de una mayor inmunización de la población al virus y de una adecuada gestión fiscal.

A diciembre de 2020, el PIB panameño alcanzó USD35,308.7 millones y disminuyó 17.9% sobre lo observado en 2019. Las actividades más impactadas son hoteles y restaurantes (-55.8%), construcción (-51.9%); y otras actividades comunitarias (-46.2%). Por su parte, reflejaron un desempeño positivo las actividades de explotación de minas y canteras (+34.1%); pesca (+12.2%) y servicios sociales de salud (+4.7%).

El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que el crecimiento económico panameño para 2021 y 2022 será de 12.0% y 5.0%, respectivamente. No obstante, el cumplimiento

de estas cifras es altamente dependiente de factores como: la evolución de la pandemia, la rápida reactivación de la economía, aunado a la administración adecuada del balance fiscal y la contención del crecimiento del endeudamiento público.

Durante el 2020, la recaudación de ingresos tributarios presentó una desaceleración explicada por los efectos de la pandemia, principalmente atribuidos a los periodos de cuarentena. La alta dependencia del comercio internacional ha repercutido en los ingresos del año fiscal 2019-2020, del Canal de Panamá afectando las proyecciones iniciales. También, producto del incremento de la evasión tributaria, espacios de mejora en transparencia fiscal y financiera, el Grupo de Acción Financiera (GAFI), lo ha incluido en las listas “grises”.

### Índice mensual de actividad económica (IMAE)

A mayo de 2020, el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) registró una contracción del 13.9% en su serie original y se situó 17.0 puntos por debajo de lo registrado hace un año (mayo 2019: +3.1%). Las actividades que continúan afectadas por la crisis son: construcción, hoteles y restaurantes, transporte aéreo de pasajeros, industria manufacturera y comercio. Los sectores que mantienen un comportamiento positivo son: telecomunicaciones, operaciones del canal de Panamá, producción de electricidad, cultivo de banano y cría de ganado vacuno.

### Déficit público

A diciembre de 2020, el déficit del Gobierno Central alcanzó USD4,886.3 millones y reflejó un incremento interanual de 76.9%, debido a la contracción del 22.0% en los ingresos totales. La ralentización económica generada por el COVID-19 generó una menor recaudación fiscal, los ingresos tributarios disminuyeron 27.7% y los no Tributarios 11.7%. Esta situación requirió de una reestructuración del presupuesto de la nación por USD2,000 millones y de recortes presupuestarios operativos a todas las entidades del Estado. El Sector Público No Financiero (SPNF) exhibe un comportamiento similar, con un déficit total de USD5,350.4 millones, lo cual refleja un aumento del 179.6% sobre la base de diciembre 2020. Los ingresos desmejoraron 21.2% y el gasto total aumentó 5.7%, debido al aumento del gasto corriente en 6.6%. La participación del déficit del SPNF en el PIB subió a 10.1% desde lo observado un año atrás (diciembre 2019: 2.7%).

### Deuda

A marzo de 2021, el monto total de la deuda pública ascendió a USD38,405.1 millones y disminuyó 0.1% con respecto a febrero 2021. La dinámica es explicada por los desembolsos realizados

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

Página 3 de 15

Más información

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

Oficinas

Cartago, Costa Rica  
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá  
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador  
(503) 2243 7419

por organismos multilaterales, préstamos y colocación de Letras del Tesoro, estos fondos fueron utilizados para financiar programas de desarrollo e inclusión social, y de saneamiento. El total de la deuda se compone de 82.7% por deuda externa y 17.3% por deuda interna. Del servicio de la deuda fueron utilizados USD54.2 millones para el pago de capital y USD258.1 millones para el pago de intereses correspondiente a la deuda externa; y USD51.2 millones en intereses y capital de Letras del Tesoro.

## Latinoamérica

Previo a la pandemia la región mostraba retos significativos entorno a la desaceleración del comercio mundial, la acumulación de barreras comerciales y debilidades estructurales propias de los países en vías de desarrollo. Para enfrentar la crisis sanitaria, la mayoría de países implementó medidas restrictivas de movilización y destinaron recursos significativos a fortalecer los sistemas de salud. Dichos cambios generaron impactos profundos en diversos sectores económicos, y ocasionaron niveles elevados de deuda.

En Latinoamérica se están ejecutando diversos proyectos de energía renovable en línea con las políticas de diversificación de la matriz energética de los países. Según la Agencia Internacional de Energía (AIE); Argentina estima energía renovable con una participación del 20% para 2025. Mientras que Brasil es el octavo productor de energía eólica, cerca del 76% de su electricidad es a partir de recursos renovables. Chile ha liderado en las fuentes de energía solar, así como la capacidad de inversión en energía limpia, el país planea que el 65% de su producción de electricidad, sea de fuentes renovables para 2035.

El sector de las telecomunicaciones se ha favorecido del auge tecnológico y del consumo de datos. Los mercados más grandes (Brasil y México), continúan efectuando aportes en inversiones de capital para cumplir con los planes de expansión de fibra óptica y mejoras en la calidad de la red.

La recuperación de la industria de transporte aéreo de pasajeros continuará limitada mientras la pandemia continúe como un riesgo. Para 2021, la IATA<sup>1</sup> prevé que el volumen de ingresos se reducirá hasta en un 46.0% comparado con el 2019, esto a pesar del inicio de operaciones y medidas de seguridad para controlar el virus. Las inversiones de infraestructura aeroportuarias y de transporte marítimo de pasajeros podrían verse postergadas.

El acceso al financiamiento será clave para los próximos años debido a que los gobiernos continúan como el principal inversor en infraestructura para el desarrollo. Según el FMI, en su

Informe de Monitoreo Fiscal de octubre 2020, la deuda pública respecto al PIB podría alcanzar el 81.6% en los países de la región. Por consiguiente, los recursos fiscales y los préstamos banca multilateral, de desarrollo, los instrumentos de financiamiento estructurado a largo plazo y los socios público-privado (APP), alcanzarán una mayor relevancia.

## 5. SOCIEDAD TITULARIZADORA

La Ley de Titularización de Activos aprobada por la Asamblea Legislativa en el año 2007, regula las operaciones que se realizan en el proceso de titularización de activos, a las personas que participan en dicho proceso y a los valores emitidos en el mismo. Ricorp Titularizadora, S. A. recibió la autorización por parte de la Superintendencia el 28 de julio de 2011 en sesión No. CD-15/2011. El inicio de operaciones fue autorizado en sesión No. CD-12/2011 celebrada en fecha siete de diciembre de 2011. La Titularizadora está autorizada para constituir, integrar y administrar fondos de titularización y emitir valores con cargo a dichos fondos, la compañía realiza sus procesos empresariales mediante actividades de estructuración, estudios de factibilidad, de titularización, colocación y administración de las emisiones.

Los miembros de Junta Directiva y el equipo gerencial de Ricorp Titularizadora S.A. cuentan con amplia experiencia en el sector financiero, mercado de valores y en la titularización de activos. Lo anterior, ha generado las condiciones para avanzar con las estrategias y metas establecidas. La Titularizadora gestiona varias transacciones importantes en el mercado de valores, sus prácticas corporativas son adecuadas y su cultura empresarial es definida acorde a sus buenas prácticas. Pertenece a un grupo de amplia trayectoria y experiencia en el mercado financiero y de valores local.

La Junta Directiva está integrada por siete miembros titulares, con igual número de suplentes. A la fecha, la regulación local no exige el nombramiento de miembros independientes. Debido a su naturaleza regulada y supervisada, las políticas de gobernanza corporativa están bien definidas y autorizadas por la alta administración. Las políticas de gobierno corporativo son continuamente actualizadas, y están acompañadas por políticas de ética y conducta, de manera que el perfil de Ricorp en la gestión de la emisión es neutral en la clasificación otorgada.

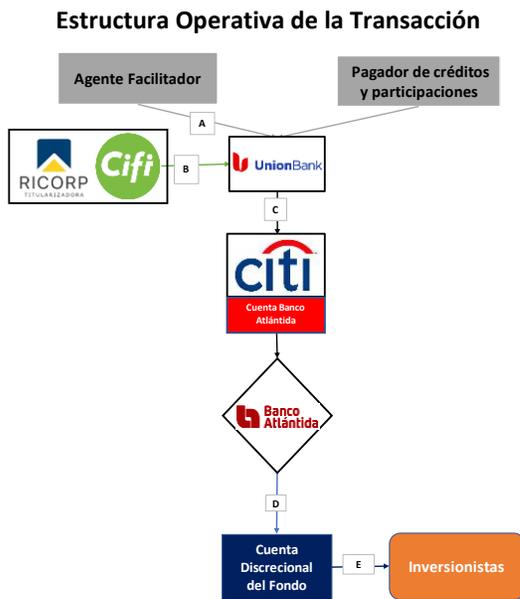
Como parte de la estructura de gobierno corporativo, dispone de diversos comités que permiten dar seguimiento periódico a áreas como: i) La administración integral de riesgos por medio de un Comité de riesgos, que incluye la identificación, evaluación, medición y mitigación de los riesgos, ii) El cumplimiento de políticas de ética y conducta por medio de un

<sup>1</sup> The International Air Transport Association (IATA).

Comité de ética y conducta, iii) la verificación del control interno y cumplimiento de la sociedad por medio de un Comité de auditoría, iv) Comité de construcción y v) para la gestión integral del riesgo de lavado de dinero a través de un Comité de prevención de lavado de dinero.

La Titularizadora tiene amplia experiencia, administrando fondos de titularización de flujos futuros dentro del mercado de valores.

## 6. TITULARIZACIÓN



**Fuente:** Ricorp Titularizadora, S.A.

- A. Los pagadores de los créditos efectúan los pagos en el *Union Bank of New York*, a través *Trust Account* entre CIFI y el Fondo.
- B. El convenio *Trust Account* girará periódicamente instrucción irrevocable a *Union Bank of New York* para depositar, a prorrata los fondos recibidos.
- C. Banco Atlántida El Salvador S.A. recibe en su cuenta con CITIBANK, los montos transferidos por *Union Bank of New York* para depósito final en la cuenta discrecional del Fondo.
- D. El Fondo contará con una carta de crédito *Stand By* hasta por USD5,000,000.00 con cobertura de pérdida esperada.
- E. La Titularizadora paga los gastos, rendimientos y capital a los inversionistas haciendo uso de la cuenta discrecional con cargo al Fondo.

### 6.1 Componentes de la estructura

**Originadores:** i) CIFI, S.A. de C.V. ii) CIFI LATAM, S.A. de C.V. y iii) CIFI PANAMÁ, S.A. de C.V.

**Estructurador:** Ricorp Titularizadora, S.A.

**Emisor:** Ricorp con cargo al Fondo.

**Titularizadora:** Ricorp Titularizadora, S.A.

**Agente colocador:** Atlántida Securities, S.A. de C.V. Casa de Corredores de Bolsa

**Patrimonio:** Independiente y separado de los riesgos del Originador.

**Cuenta Discrecional.** Cuenta bancaria abierta en un banco autorizado para realizar operaciones pasivas por la SSF. La cuenta estará a nombre del Fondo y será administrada por la Titularizadora. La función será mantener los fondos provenientes del Acuerdo Marco de Participación para realizar los pagos en beneficio de los Tenedores y demás acreedores del Fondo.

### 6.2 Acuerdo Marco de Participaciones y Subparticipaciones

El acuerdo contendrá las cláusulas generales para la venta de participaciones en los financiamientos de los préstamos elegidos. Los Originadores a través de los certificados de participación transferirán y realizarán la tradición de manera irrevocable y a título oneroso al Fondo por medio de la Titularizadora, de una porción de los derechos a recibir de los pagos de los contratos de financiamiento o en los que CIFI sea participe. La porción comprende inicialmente será equivalente a USD25.0 millones, luego podrá efectuarse por hasta USD75. millones sin sobrepasar un monto máximo de cien millones de dólares de los Estados Unidos de América que serán transferidos al Fondo por cada Originador según los porcentajes previamente definidos en el citado contrato.

### 6.3 Política de tratamiento de mora de las participaciones del Fondo:

Se considerarán en mora las participaciones o subparticipaciones cuyo atraso en el pago completo de la cuota sea igual o mayor a ciento ochenta días contados a partir de la fecha de pago contractual respectiva; ii) En caso de mora, para cada participación o subparticipación deberá aplicar los siguientes mecanismos en el orden y condiciones que a continuación se detalla:

**Primero:** sin perjuicio de la ejecución de garantías de las participaciones y subparticipaciones que puedan llevarse a

cabo, el Fondo de Titularización considerará como incobrables, aquellas participaciones y subparticipaciones en mora cuando: i) hayan transcurrido treinta días después de haber entrado en mora; y ii) no hayan caído aún en mora, pero que el pago de la participación o subparticipación sea considerada por el Fondo de Titularización como incobrable o de dudosa recuperación por haber ocurrido eventos que puedan impedir al deudor cumplir con sus obligaciones de pago. Para tales efectos el Fondo afectará a los activos en titularización bajo la subcuenta denominada provisiones por incobrabilidad por el monto de los saldos de capital de las participaciones o subparticipaciones incobrables.

**Segundo:** transcurridos trescientos sesenta días después de la determinación como incobrable, y sin perjuicio de la ejecución de garantías de las participaciones o subparticipaciones, el Fondo podrá ejecutar parcial o totalmente la carta de crédito o fianza contratada por uno o más Originadores, hasta por un 5.0% del monto autorizado de la emisión (USD5.0 millones). Dicha fianza o carta de crédito se podrá ejecutar total o parcialmente hasta un monto equivalente al cinco por ciento del monto colocado de la emisión. Para la recuperación de cualquier saldo pendiente una vez se agote la carta de crédito contratada, el Fondo podrá solicitar la ejecución de las garantías, en los casos aplique: prendas, fianzas, garantías corporativas, seguros, cuotas de reserva, entre otras. Los Originadores y el Gestor tendrán un plazo máximo de dos años que podrá ser ampliado de común acuerdo entre los Originadores y el Fondo para realizar las gestiones y evaluar el inicio de las acciones que consideren pertinentes, obligándose a que, en caso de ejecución, trasladarán la recuperación de estas garantías a prorrata de la participación del Fondo, quien lo aplicará proporcionalmente a las Series hasta su cancelación; cualquier remanente se aplicará conforme a la prelación de pagos establecida en este Contrato.

**Tercero:** los saldos imposibles de recuperar mediante los mecanismos anteriores, y de cuales no se tengan evidencia de la posibilidad de recuperación se considerarán irrecuperables al final del ejercicio contable que corresponda, o al final de la vigencia de la emisión o al momento de la redención final de los títulos de participación.

## 6.4 Política de dividendos

La Titularizadora con cargo al Fondo pagará dividendos según prelación de pagos establecida en el contrato de titularización.

**Periodicidad de distribución:** el Fondo distribuirá dividendos al menos una vez al año.

**Fecha de corte para determinar a los inversionistas con derecho a recibir los Dividendos:** se pagarán los dividendos a

los Tenedores de Valores que se encuentren registrados en CEDEVAL tres días hábiles antes de la Fecha de Pago de los Dividendos.

**Fecha de pago:** se pagarán los dividendos tres días hábiles después de la fecha de declaración de dividendos.

**Declaración de dividendos:** Ricorp Titularizadora, S.A. a través de su Junta Directiva o el Comité que esta designe, luego de realizada la primera colocación de los títulos con cargo al Fondo, se declarará la distribución de dividendos conforme a esta política, a más tardar el último día hábil del mes o en la fecha en que se reúna la Junta Directiva o el Comité que corresponda de la Titularizadora para tal efecto.

**Determinación del monto a distribuir:** se repartirán los excedentes acumulados con todos los fondos disponibles a la Fecha de Declaración de Dividendos; esta distribución de Dividendos se hará a prorrata respecto al monto inicial de cada una de las series que conformen la emisión.

## 6.5 Prolación de pagos

Todo pago se hará por la Titularizadora con cargo al Fondo a través de la cuenta discrecional o de reserva. Esto según cada fecha de pago y considerando: De los flujos provenientes de la retención inicial, la prelación pagos es la siguiente: **Primero**, gastos iniciales del Fondo; y **segundo**, capital de trabajo del Fondo.

De los flujos provenientes de la recuperación del capital de los financiamientos en los que el Fondo ha adquirido una porción, los pagos se realizarán en el siguiente orden: **Primero**, la redención de los títulos de manera proporcional al monto autorizado de la Emisión. De existir series no colocadas, los montos de los flujos provenientes de la recuperación del capital de estas, se reservarán en la cuenta discrecional hasta que sean colocadas las otras series. Dichos montos reservados servirán para la redención de los títulos una vez hayan sido colocados.

Con el resto de flujos, los pagos se realizarán en el siguiente orden: **Primero**, el pago de deuda tributaria. **Segundo**, las comisiones a la Titularizadora y el saldo de costos y gastos adeudados a terceros. **Tercero** pago de Dividendos.

## 6.6 Redención anticipada

En cualquier momento los valores de titularización podrán ser redimidos, total o parcialmente de forma anticipada, a un precio igual al cien por ciento del valor de contratación, con un pre aviso mínimo de tres días hábiles de anticipación. El cual deberá ser comunicado a la SSF, a la Bolsa de Valores de El Salvador S.A. de C.V. (BVES), Central de Depósitos y Valores S.A. de C.V. (CEDEVAL), y al Representante de Tenedores. La

redención anticipada de los valores y la determinación del precio podrán ser acordadas únicamente por la Titularizadora y deberán efectuarse a través de CEDEVAL. En caso de redención anticipada, el Fondo por medio de la Titularizadora deberá informar al Representante de Tenedores, a la SSF, a BVES y a CEDEVAL, con tres días hábiles de anticipación.

La Titularizadora en su calidad de administradora del Fondo, hará efectivo el pago según los términos y condiciones de los valores emitidos y deberá realizarlo por medio de CEDEVAL. Luego de la fecha de redención anticipada de los valores, sea parcial o total, y si hubiese valores de titularización redimidos que los Tenedores de Valores no hayan hecho efectivo su pago; la Titularizadora mantendrá hasta por ciento ochenta días más el monto pendiente de pago de los valores redimidos, el cual estará depositado en la cuenta discrecional. Vencido dicho plazo, lo pondrá a disposición de los Tenedores de Valores mediante el pago por consignación a favor de la persona que acredite titularidad legítima mediante certificación emitida por CEDEVAL.

Cuando la redención la solicite el Originador, el procedimiento será el siguiente: los valores podrán ser redimidos totalmente de forma anticipada, al cien por ciento del valor de contratación. Deberá existir un pre aviso mínimo de quince días hábiles comunicado a la SSF, BVES, CEDEVAL y al Representante de Tenedores. La redención anticipada de los valores y la determinación del precio podrán ser acordadas únicamente por Titularizadora a solicitud del Originador, y deberá realizarse a través de CEDEVAL. En caso de redención anticipada, el Fondo por medio de la Titularizadora, deberá informar a la SSF, BVES, CEDEVAL y al Representante de Tenedores con tres días hábiles de anticipación. La Titularizadora deberá hacer efectivo el pago según los términos y condiciones de los valores emitidos a través de CEDEVAL.

Luego de la fecha de redención sea esta parcial o total y si existen a esa fecha valores redimidos que los Tenedores de Valores no hayan hecho efectivo, la Titularizadora mantendrá hasta por ciento ochenta días más el monto pendiente de pago de los valores redimidos que estarán depositados en la cuenta discrecional. Vencido el plazo, lo pondrá a disposición de los Tenedores de Valores mediante el pago por consignación a favor de la persona que acredite titularidad legítima mediante certificación emitida por CEDEVAL.

### 6.7 Procedimiento en caso de liquidación

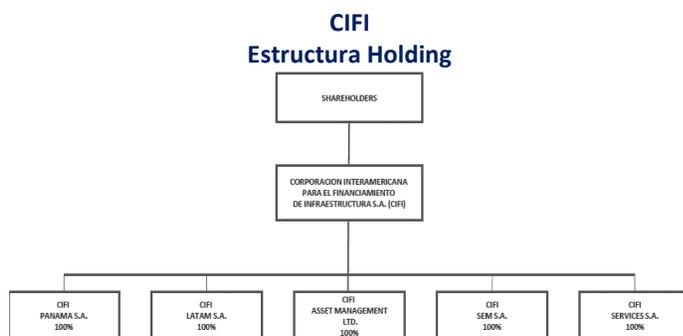
En el evento de liquidación del Fondo se deberá seguir el orden de prelación dictado por el artículo setenta de la Ley de Titularización de Activos: **1. En primer lugar**, el pago de Deuda Tributaria; **2. En segundo lugar**, se le pagarán las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al Fondo de Titularización; **3. En tercer lugar**, se imputará a otros saldos

adeudados a terceros; **4. En cuarto lugar**, se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora; **5. En quinto lugar**, cualquier excedente se repartirá a prorrata entre los inversionistas, en caso aplique; y **6. En sexto lugar**, si ya se hubiera redimido totalmente las Series, cualquier excedente se devolverá a los Originadores en la proporción de los activos que transfirieron.

## 7. ORIGINADOR

### 7.1 Perfil

Corporación Interamericana para el Financiamiento de Infraestructura, S.A. (CIFI); es una entidad financiera no bancaria experta en la estructuración de financiamiento para infraestructura y energía en los mercados de América Latina y el Caribe. Fue fundada el 10 de agosto de 2001, de acuerdo con las leyes de la República de Costa Rica, iniciando operaciones en julio de 2002. Surge por iniciativa de multilaterales, entre estas el Banco Interamericano de Desarrollo (BID); con el propósito de crear un vehículo especializado para financiar proyectos de infraestructura en el sector privado no atendido por la banca tradicional. En julio de 2016, CIFI trasladó su sede de Arlington, Virginia a la ciudad de Panamá, estrategia que permitió estar cerca de las operaciones de su mercado objetivo.



Fuente: Información proporcionada por el Originador

En abril de 2011, fue legalmente re-domiciliada en la República de Panamá. El modelo de negocios es concesionar préstamos para financiar proyectos de infraestructura para dos tipos de clientes: i) Corporativos (promedio: 30%) y ii) *Projet Finance* (Promedio:70%). CIFI complementa su oferta de servicios con asesoría, estructura e identificación de oportunidades de inversión para potenciales inversionistas. Los préstamos que otorga CIFI son a largo plazo lo cual implica operar en diferentes etapas de los ciclos económicos.

CIFI es líder en la región a través de tres servicios: 1) el asesoramiento estructurado de proyectos 2) financiamiento de infraestructura desde su propio balance y 3) la creación de vehículos especiales para el levantamiento de deuda en moneda local y en dólares de los países elegibles. Con este último, el Originador pretende convertirse en la conexión entre

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

los inversionistas institucionales de la región y las infraestructuras del sector privado en Latinoamérica. Los fondos entran en este esquema y visión estratégica de CIFI; en 2018 lanzó el primer fondo de moneda local denominado: Fondo de Inversión para el Desarrollo de Infraestructuras en República Dominicana (emisión: 14 mil millones de pesos dominicanos)

En nuestra opinión, CIFI tiene expectativas reales de crecimiento debido a la alta demanda de financiamiento y ausencia de competidores en su mercado meta. Dentro de los criterios de inversión evaluados en sus financiamientos están: límites por país, sector, moneda y concentración individual, riesgo país, riesgo soberano y economía. CIFI ha adoptado las directrices del Banco Mundial (Principios de Ecuador), con el propósito de garantizar financiamiento a proyectos con alta responsabilidad social y ambiental.

Dentro de su estrategia esta impulsar vehículos de propósito especial (SPV por sus siglas en ingles). Debido a que le otorgan espacio para crecer con menor exposición patrimonial y tener un mejor control de los flujos de los proyectos. CIFI posee un *core* robusto que permite monitorear de manera adecuada sus exposiciones crediticias.

El desempeño de la actividad económica de cada país se pondera como factor de riesgo en el modelo de negocios del Originador. Principalmente, en los deudores cuyos países tienen calificaciones de riesgo soberano bajas, economías pequeñas y poco diversificadas. Esta situación se intensifica debido a los impactos e incertidumbre generada por el nuevo coronavirus y sus efectos en la región. Cabe señalar, que la trayectoria del *rating* soberano y de la economía de los países destino, no siempre se correlaciona con la calidad crediticia de las unidades económicas donde el Originador tiene inversiones. Favorecido por la amplia experiencia, CIFI implementó planes de contingencia de manera oportuna para prever potenciales deterioros crediticio y de liquidez a causa de la pandemia.

La aprobación de préstamos está acorde a la política de créditos, el Originador no puede aprobar créditos por sí solo, debe de incorporar en la toma de decisiones a directores independientes. Cuenta con dos metodologías crediticias cuantificables que a nuestro criterio son robustas para el tipo de crédito que estructura CIFI. Para los corporativos utilizan el *RiskCalc EDF Model Emery Markets of Moodys*, y para *Project Finance* han desarrollado una herramienta interna adaptando el modelo *Almat Z Score*. CIFI tienen como política castigar todos los créditos a más de un año, aunque en promedio lo efectúan cada tres o cuatro años. Dentro de su filosofía está el preservar la unidad económica de sus inversiones.

CIFI tiene establecidas buenas prácticas de Gobierno Corporativo y busca generar confianza a través de un manejo íntegro, ético y estructurado hacia sus grupos de interés. Lo

anterior demuestra el compromiso por desarrollar sus proyectos en cumplimiento de sus valores y estatutos. En nuestra opinión, el grupo de accionistas brinda un aporte robusto para CIFI, debido a que le permite viabilizar préstamos sindicados y crear conexiones con proveedores financieros de gran tamaño. La base de accionistas está compuesta por fondos de inversión, organismos multilaterales y bancos comerciales. El perfil y visión de los accionistas permite brindar soluciones financieras adecuadas al mercado objetivo.

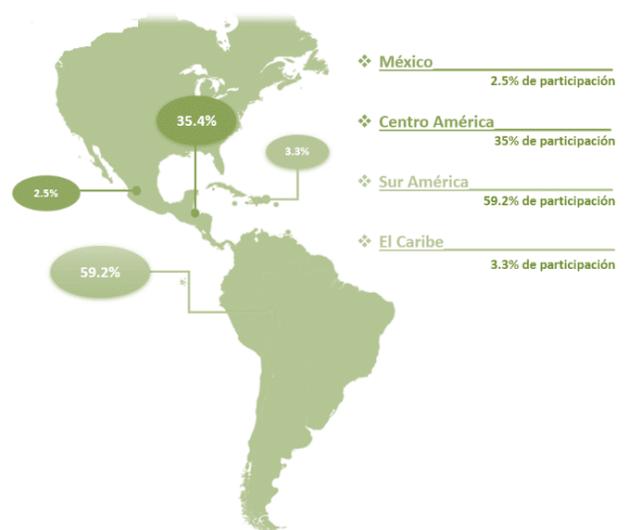
**CIFI**  
**Participación accionaria**

Accionistas	Participación	%
Norwegian Investment Fund for Developing Countries	17,263,819.00	34.3%
Valora Holdings, S.A.	10,408,585.00	20.7%
Central American Bank for Economic Integration	6,122,697.00	12.2%
Caixa Banco de Investimento, S.A.	6,122,697.00	12.2%
Caribbean Development Bank	3,673,618.00	7.3%
Finnish Fund for Industrial Cooperation Ltd.	3,673,618.00	7.3%
Banco Pichincha C.A.	3,061,349.00	6.1%
<b>Total</b>	<b>50,326,383.00</b>	<b>100%</b>

Fuente: Información proporcionada por el Originador

Las áreas de labores de los Cedentes incluyen los sectores de energía, petróleo, gas, transporte, logística, telecomunicaciones, ingeniería y construcción. CIFI ha evaluado en promedio más de 600 transacciones y ha participado en el financiamiento de más de 180 proyectos que en conjunto promedian un valor de USD1.5 billones.

**CIFI**  
**Distribución geográfica de la cartera a diciembre 2020**



Fuente: CIFI

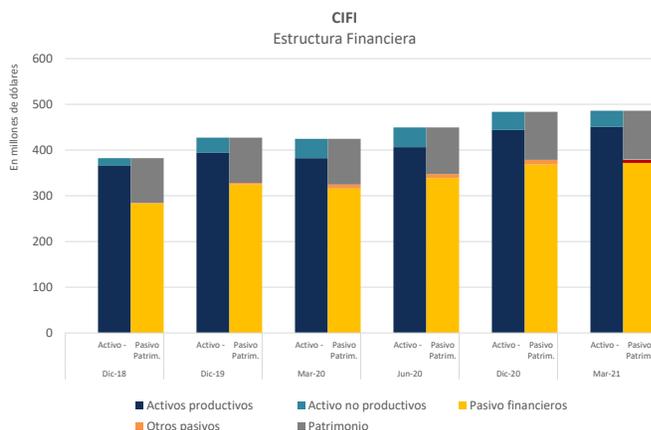
ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

## 7.2 Análisis financiero

Los estados financieros a diciembre y su revisión intermedia a marzo 2021, fueron auditados por la firma independiente KMPG.

### Estructura financiera

Al finalizar marzo 2021, CIFI experimentó un crecimiento mayor de sus activos al expandirse de forma interanual en 14.5%, desde su base acumulada en marzo 2020, cuando registró un crecimiento del 8.7%. La Corporación agrupa la mayor parte de sus activos en su portafolio crediticio (81.6%) y en menor medida caja y bancos (11.2%). La estructura de pasivos concentra obligaciones con organismos especializados de crédito por 43.7%; emisiones el 54.2%, y complementa la deuda total con otros pasivos (2.1%). En combinación, la deuda total experimentó un crecimiento del 16.9% (marzo 2020: +11.2%), mostrando una representación del 78.0% de la estructura financiera.



Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

Los recursos propios mostraron un crecimiento moderado (+6.8%), explicado principalmente por la generación interna de capital y el desempeño de las actividades crediticias. A marzo 2021, CIFI consolidó un saldo de USD106.8 millones (marzo 2020: USD99.9 millones). SCRiesgo considera que el patrimonio ofrece un soporte adecuado para expandir las operaciones y asegurar el negocio en marcha acorde a su tamaño operativo.

### Liquidez y Fondo

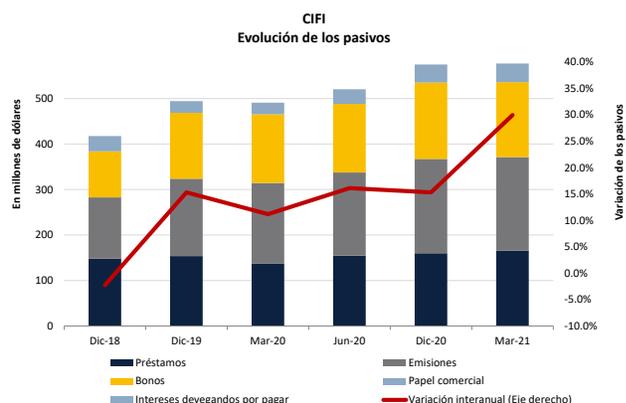
La liquidez ajustada representa el 12.4% de los activos totales (marzo 2020: 5.9%) y el 16.1% de las obligaciones financieras. El portafolio de inversiones es modesto dentro de la composición de activos (1.1%); y está estructurado en concordancia a la política de inversión. La exposición individual no debe exceder el 10% del patrimonio, las emisiones deben ser en dólares y las que están en moneda local no excederán el 25% del portafolio líquido y puede ser invertido en países cuya clasificación sea

menor a BBB-. Todas las inversiones estarán denominadas en dólares estadounidenses o en moneda local, siempre que sea AA- y tenga cobertura contra riesgo cambiario.

En respuesta a la crisis del COVID-19, CIFI implementó el plan de contingencia de liquidez, permitiendo que la posición de liquidez se extienda de 6 meses a 1 año. Al finalizar marzo de 2021, se observa un saldo de USD54.6 millones en efectivo y equivalentes mayor en 137.0%, interanualmente. Previo a la crisis el saldo era USD18.4 millones a diciembre 2019. En opinión de SCRiesgo, los saldos disponibles y no desembolsados de líneas de crédito renovables a corto plazo no comprometidas con instituciones financieras minimizan los compromisos de liquidez.

La política de liquidez es conservadora, cuenta con líneas comprometidas para pagar los próximos 6 meses de vencimientos de pasivos, gastos operativos y repagos de cartera ajustada por riesgo, y gestionan brechas acumuladas positivas hasta 180 días. CIFI efectúa análisis de sensibilidad de liquidez de manera anual, al tiempo que está en proceso de la implementación de Basilea III, reflejo de fortalecer sus políticas de liquidez a través de mejores prácticas, lo cual es considerado un factor positivo en nuestro análisis.

La estructura de fondeo continua estable, al tiempo que se observa balanceada entre préstamos (44.7%) y emisiones (55.3%). De manera conjunta, significan la principal fuente de financiamiento de la cartera crediticia. El fondeo con entidades financieras creció en 20.5%, y las que proceden de emisiones (+16.3%), explicado principalmente por el primer programa de emisión verde en Panamá en 2019, por un valor nominal de USD200.0 millones. A marzo de 2021. Por su parte, la relación de cartera neta a préstamos se ubicó en 235.4%, observándose un comportamiento estable. El indicador presenta una tendencia creciente, en línea con la estrategia de diversificación de sus fuentes de fondeo con emisiones de deuda.



Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

La porción de financiamiento a corto plazo en el pasivo permite una mejor eficiencia de los repagos de cartera que tiene una

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

rotación más rápida. Actualmente, CIFI cuenta con un bajo financiamiento garantizado, condición que permite ampliar sus opciones de fondeo con pignoración de cartera. CIFI se encuentra en cumplimiento de sus límites internos de liquidez al mostrar sus bandas acumuladas a 180 días positivas. No obstante, el calce de plazos muestra vencimientos individuales negativos en las ventanas de 91 y 365 días. El análisis refleja mayores tensiones en las bandas individuales de 91 a 180 días en 0.59 veces.

En nuestra opinión, CIFI continúa manteniendo adecuados niveles de liquidez en línea con su modelo de negocios. La facilidad de acceso a fuentes de financiamiento es fortalecida por el apoyo de su base de accionistas y las oportunidades que estos pueden brindarles hacia la obtención de recursos con fondeadores de mayor escala. CIFI ha optimizado sus opciones de fondeo al diversificarlo a través del mercado de capitales, entre los que revisten importancia las emisiones de bonos, programas rotativos y potenciales financiamientos derivados de esquemas de titularización.

CIFI: Indicadores de Liquidez						
	Dic-18	Dic-19	Mar-20	Jun-20	Dic-20	Mar-21
Liquidez Ajustada	4.4%	4.8%	5.9%	9.2%	11.9%	12.4%
Disponibilidades + Inversiones / Obligaciones	5.9%	6.3%	7.9%	12.2%	15.7%	16.1%
Cartera Neta / Financiamiento de préstamos	235.2%	242.8%	259.6%	235.7%	241.6%	235.4%

Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

### Riesgo de mercado

CIFI ha demostrado capacidad para resistir la volatilidad financiera en los mercados con tipos de interés flexible. Posee esquemas de cobertura que han permitido hasta el momento contener una sensibilidad moderada frente a condiciones cambiantes del entorno.

Cerca del 82.7% de los créditos están a tasas flotantes, lo cual genera un adecuado margen de maniobra para ajustar los incrementos de las tasas pasivas y trasladarla a las activas. El riesgo de tasa de interés es gestionado por una política interna que limita la sensibilidad de la variación a +/- 1.5% del patrimonio. Al cierre de marzo de 2021, la sensibilidad neta de los portafolios es del 0.31%. El Comité de Activos y Pasivos (ALCO) con la supervisión del Comité de Riesgo, son los responsables de monitorear el riesgo de tasa de interés.

CIFI mantiene todos sus activos y pasivos denominados en dólares estadounidenses. En opinión de SCRiesgo, CIFI no enfrenta riesgos materiales derivados de su exposición por pérdida de valor en moneda extranjera que puedan afectar el patrimonio. Sin embargo, muchos de los servicios que prestan los deudores de CIFI son en moneda local. Por consiguiente, una pérdida de valor de estos presionaría los flujos operativos debido al reconocimiento de pérdidas cambiarias, situación que

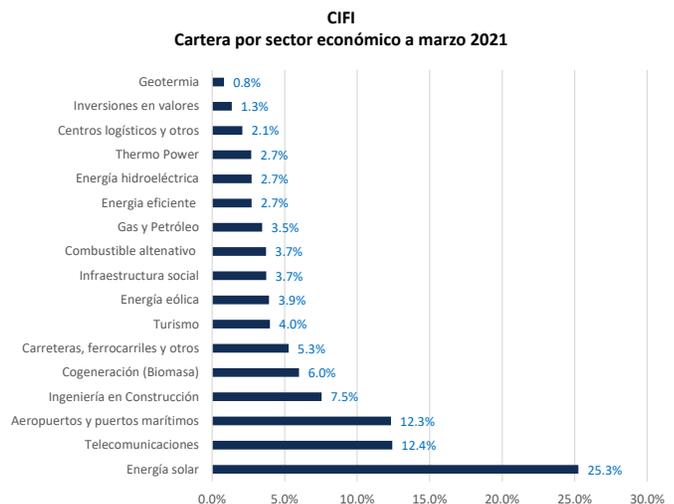
podría debilitar la capacidad de pago de los acreditados hacia CIFI.

El Originador cuenta con una política estricta para reducir exposiciones cambiarias en sus deudores que no generan divisas. CIFI exige a los deudores comprar instrumento de coberturas para mitigar el riesgo cambiario. En promedio, casi el 89% del portafolio no tienen exposiciones en moneda extranjera.

### Calidad crediticia

En marzo de 2021, el portafolio crediticio bruto acumuló un saldo de USD396.8 millones (diciembre 2020: USD392.5 millones); mostrando una expansión anual de 6.7%, reflejando un mejor desempeño en relación con la contracción del 0.4% de marzo 2020; su concentración en relación con el activo total es de 81.6%. A nuestro criterio, el riesgo crediticio de CIFI está altamente vinculado con la situación económica, política y social de los diversos países en los que opera. El entorno operativo debilitado por el nuevo coronavirus supone riesgos intensificados que podría tener incidencias en las proyecciones, aunque se prevé que el Post COVID 19 brindará oportunidades, explicado por demanda de crédito y las políticas expansionistas de los gobiernos en la región LATAM.

La cartera crediticia es medianamente diversificada por destino económico. CIFI muestra una mayor participación en proyectos de energía solar (25.3%); telecomunicaciones (12.4%); y aeropuerto y puertos marítimos (12.3%). Por país, existe una diversificación adecuada, y con espacio para crecer debido a la necesidad de infraestructura en la región.



Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

La crisis sanitaria afectó a sectores como: turismo, transporte, construcción, petróleo y gas. Para reducir riesgos por deterioro,

la administración tomó la decisión estratégica de moderar sus exposiciones de manera transitoria en países con economías más débiles y de mayor vulnerabilidad a los efectos de la pandemia.

La expansión del crédito está relacionada con el tamaño de los proyectos de acuerdo con el mercado medio y el apetito de riesgo del Originador. Dentro de las exposiciones de CIFI los eventos de incumpliendo se han registrado en los clientes de tipo corporativo, mientras que en *Project Finance* la pérdida es mínima. El *ratio* de bienes de nula productividad netos de reservas (cartera vencida + activos extraordinarios) frente al patrimonio, se ubicó en 3.8%. En nuestra opinión, CIFI no presenta riesgos materialmente importantes que puedan afectar al patrimonio.

El índice de vencimiento mejoró significativamente al ubicarse en 2.6% desde 7.5% en el lapso de un año, explicado principalmente por castigos de cartera efectuados y adecuada gestión en calidad de cartera. CIFI modificó su estrategia de cobro para mitigar los efectos de la pandemia implementando medidas de cobro más efectivas, efectuó reestructuraciones y mejoró las calendarizaciones de pagos en algunos deudores. También, calibró los límites de exposición y efectúa de manera periódica análisis de riesgo soberano, industria y comportamiento económico.

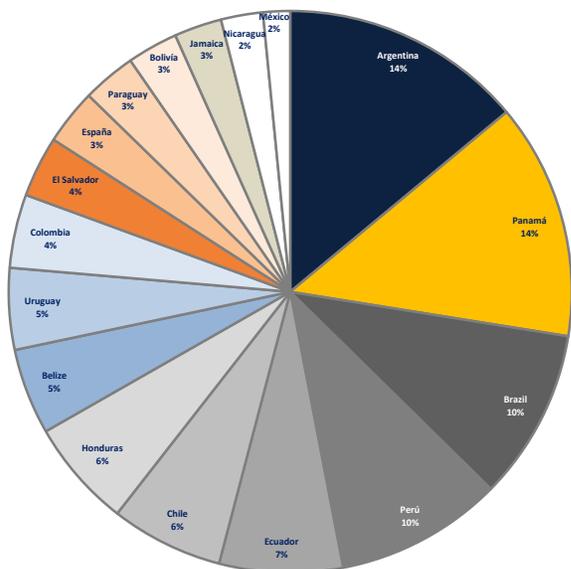
2020 para dicho país, en línea con la baja de la clasificación de riesgo soberano. La administración no prevé que esta condición se replique en otro país.

El índice de reservas sobre préstamos vencidos fue del 61.3%, mayor al 52.5% de marzo 2020 (diciembre 2020: 58.8%). El nivel de reservas es moderado determinado por el buen soporte para reducir pérdidas esperadas a través de su esquema de garantías. En *Project Finance*, el valor de la garantía serían los flujos futuros con descuento a valor presente. En este tipo de crédito, CIFI tiene control total de la unidad económica del proyecto a través de fideicomisos o instrucciones de pago. Mientras que en corporativo existen garantías reales. CIFI únicamente garantiza un préstamo si la exposición está cubierta con garantías en un 99.3%, además de cumplir estrictamente con todos los criterios establecidos dentro de las metodologías crediticias.

CIFI: Indicadores de Calidad de Activos						
	Dic-18	Dic-19	Mar-20	Jun-20	Dic-20	Mar-21
Índice de vencimientos	6.0%	4.4%	7.5%	3.9%	2.7%	2.6%
Cartera CCC+/Cartera Total	14.5%	10.7%	25.0%	29.9%	25.0%	24.1%
Estimaciones / Crédito Vencidos	69.1%	82.0%	52.5%	60.0%	58.8%	61.3%
Estimaciones / Cartera CCC+	28.4%	33.6%	15.7%	7.8%	6.2%	6.7%
Activos de baja productividad / patrimonio	8.3%	3.6%	13.8%	6.2%	4.1%	3.8%

Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

**CIFI**  
Distribución geográfica de la cartera marzo 2021

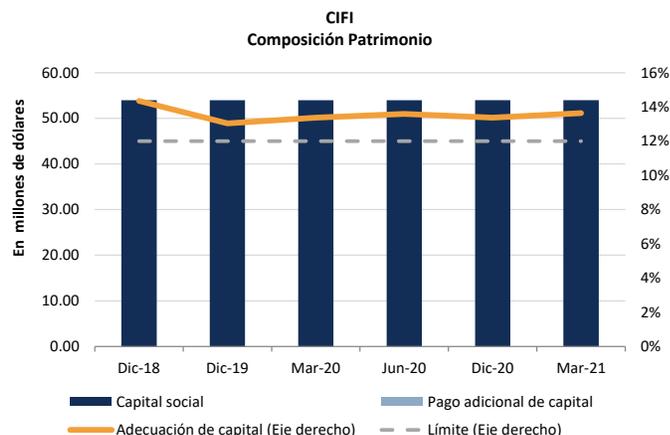


Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

Exceptuando a Argentina, CIFI ha cumplido con los límites de concentración crediticia por riesgo país. La Junta Directiva aprobó una exención temporal hasta el 30 de septiembre de

### Solvencia

De acuerdo con nuestro análisis, la Corporación continúa manteniendo niveles de suficiencia patrimonial que otorgan un adecuado soporte a los riesgos asumidos (marzo 2021: 13.6%). El indicador muestra una tendencia estable en el último año reflejo de la recurrente generación interna de capital. La relación que mide el nivel de capital social frente a activos ponderados de riesgo ha oscilado entre el 6.9% y el 7.9% en los últimos dos años.



Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

El indicador de activos productivos a patrimonio fue de 4.2 veces, sin mostrar cambios importantes respecto a diciembre 2020 (4.2 veces). El patrimonio total se concentra en el capital social pagado que representó el 50.6% de los recursos propios, el resto lo componen las reservas complementarias, utilidades acumuladas y del presente ejercicio.

El crecimiento del patrimonio continuará determinado por la calidad de los activos crediticios y la generación interna derivada de sus operaciones recurrentes, lo cual, hasta el momento, ha permitido sostener un adecuado margen de maniobra para mantener la viabilidad del negocio.

CIFI : Indicadores de Solvencia						
	Dic-18	Dic-19	Mar-20	Jun-20	Dic-20	Mar-21
Apalancamiento Productivo	3.7	4.0	3.7	3.9	4.2	4.2
Endeudamiento Económico	2.9	3.3	3.2	3.4	3.6	3.6
Adecuación de capital	14.4%	13.0%	13.4%	13.6%	13.4%	13.6%
Capital social / activos ponderados por riesgo	7.9%	7.1%	6.9%	7.2%	6.9%	6.9%

Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

## Eficiencia y Rentabilidad

Explicado por el tipo de actividad que realiza y el tamaño de sus clientes, CIFI no requiere de una estructura operativa intensiva para gestionar los riesgos crediticios. Las relaciones de eficiencia son favorecidas por volúmenes de negocios aumentados respecto a la infraestructura con que opera. La eficiencia operativa, se ubicó en 48.1%, registrando una mejora en relación con el 50.3% reportado en marzo 2020. Los gastos operativos consumieron el 24.9% de los ingresos de operación, gran parte del gasto operativo es destinado a remuneraciones de funcionarios y empleados.

Al cierre de marzo de 2021, los ingresos por intereses mostraron un crecimiento marginal al contraerse 2.4% (diciembre 2020: +9.0%). Su comportamiento estuvo en función de los flujos derivados de la intermediación financiera, ingresos por servicios de estructuración, una tendencia a la baja del spread de tasas determinado por el comportamiento descendente de la tasa libor, los efectos en evolución del COVID-19 en la economía de los países elegibles, y un apetito de riesgo más conservador debido a la crisis.

Los ingresos por asesoría y estructuración disminuyeron en un 39.7% y representaron el 8.6% de la estructura de ingresos. El Originador, mantiene la estrategia de crecer a través de diferentes *Special Purpose Vehicle* (SPV), estructurados en proyectos sostenibles los cuales consideran de menor riesgo y pueden dar un mejor seguimiento crediticio a los flujos a través de los Fideicomisos.

Los costos de financiamiento declinaron en 5.1%, registrando un saldo de USD4.0 millones (marzo 2020: -3.0%); dichos costos absorben un 48.2% de los ingresos operativos. El margen financiero ha fluctuado en un promedio de 53.9% en el último año, permitiendo absorber cómodamente los gastos de estructura y los asociados al riesgo crediticio. Los mecanismos de protección a la rentabilidad fundamental están determinados por un *spread* mínimo que promedia entre el 2.5% y 2.75%.

CIFI: Indicadores de eficiencia y rentabilidad						
	Dic-18	Dic-19	Mar-20	Jun-20	Dic-20	Mar-21
Eficiencia operativa	43.4%	46.1%	50.3%	46.6%	39.8%	48.1%
Costos en Reservas/ Margen de Intermediación	13.3%	14.9%	17.3%	17.6%	21.5%	5.9%
Margen financiero	71.6%	67.6%	55.8%	67.6%	90.1%	60.3%
Rendimiento sobre el Activo	2.1%	2.1%	1.1%	1.4%	2.1%	1.7%
Rendimiento sobre el Patrimonio	8.3%	8.5%	4.4%	6.0%	9.2%	7.4%
Margen Neto	20.4%	20.5%	13.1%	16.7%	22.7%	23.0%

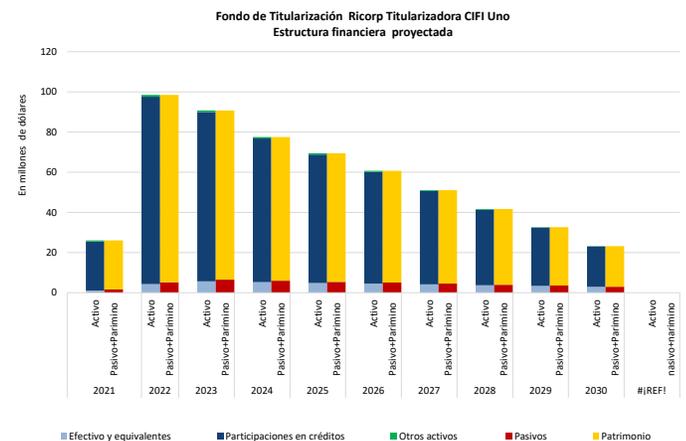
Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

## 8. FONDO DE TITULARIZACIÓN

### Estructura financiera

De acuerdo a las proyecciones, el Fondo iniciará con USD51.1 millones en activos, determinados principalmente por inversiones en participaciones de cartera de crédito que representarán aproximadamente el 96.6% del total, el restante se concentrará en efectivo (2.1%) y otros activos (1.3%). La cartera de participaciones generará los flujos para el repago de los valores de titularización y su respectivo rendimiento. El saldo mostrará una tendencia decreciente en paralelo con las redenciones de capital programados en los contratos.

El Fondo no contempla exposiciones de deuda financiera durante toda la vida de la emisión. En conjunto, los pasivos totales al inicio sumarían USD1.7 millones, equivalente a 3.4% de la estructura financiera.



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

Inicialmente, el patrimonio estará conformado por los títulos participaciones con inversionistas, dentro de estos los valores de la serie A por USD25.0 millones, representarán el 94.3% del tamaño del balance al inicio de la transacción. Luego podrá incrementarse según las emisiones de series sucesivas. Al cierre del 2021, según lo proyectado se espera que el patrimonio acumule USD49.4 millones.

## Liquidez

La liquidez principal del Fondo está directamente relacionada a los flujos generados por la cartera de inversiones en participaciones. Los activos en titularización muestran una tendencia decreciente, debido a la redención gradual de las participaciones en cartera. El nivel de cobertura de flujo operativo sobre las obligaciones (dividendos + redención) es moderado, la mayoría estará destinada al pago de las redenciones.

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora - CIFI 01										
Liquidez	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Disponibilidades / Activo	4.2%	4.4%	6.3%	6.8%	6.9%	7.5%	8.2%	8.9%	10.3%	12.7%
Disponibilidades / Pasivo*	0.7	2.9	3.8	3.5	3.2	3.0	2.8	2.5	2.2	2.0
Ingresos / Utilidad Neta	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
Activos Líquidos / Gastos del Fondo	25.4	5.7	6.3	6.5	6.8	7.2	7.5	7.9	8.7	9.2

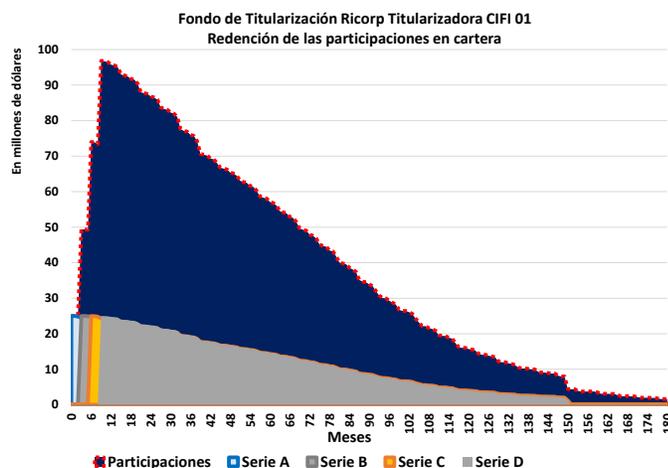
Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

Cifras proyectadas.

\*Excluye Excedentes acumulados del fondo.

## Calidad crediticia

Inicialmente, los activos en titularización acumularán un saldo de USD25 millones durante el primer año, durante el segundo año se proyecta un crecimiento escalonado debido a las siguientes colocaciones. Luego del tercer año los activos mostrarán una tendencia decreciente en la medida ocurran las redenciones de los valores de participación.



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

El vínculo estrecho entre el Originador y el Fondo subyace en la gestión de los créditos elegidos y la capacidad de CIFI para gestionar la calidad crediticia con el propósito de evitar eventos de incumplimiento que afecten en última instancia a los activos del Fondo. En este sentido, identificamos como un factor de riesgo de liquidez hacia el Fondo, posibles debilitamientos en la capacidad de pago de los deudores en los balances de CIFI.

En contrapeso, ponderan como mitigantes de la pérdida esperada, la reserva para cuentas incobrables, la carta de Crédito *Stand By* por USD5.0 millones; y como última línea de defensa la ejecución de garantías. Se adiciona como factor positivo, el grado de especialización y experiencia comprobado de CIFI operando un modelo de negocios consolidado, gestión de riesgo, robustas metodologías de análisis crediticio y el sólido grupo accionario.

### Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora CIFI 01 Distribución geográfica de las participaciones en créditos

País	Rating	Monto (USD)	%	Créditos	Participación
Chile	A+	16,090,291.00	16.1%	4	56.5%
Panamá	BBB+	13,182,574.00	13.2%	2	65.7%
Perú	BBB+	11,108,083.00	11.1%	2	59.6%
Brasil	BB-	8,900,400.00	8.9%	1	84.2%
Argentina	CCC+	8,193,603.00	8.2%	3	38.2%
Ecuador	B-	7,990,000.00	8.0%	1	67.7%
Jamaica	B+	7,719,850.00	7.7%	1	62.1%
El Salvador	B-	6,999,554.00	7.0%	2	51.9%
Honduras	BB-	5,372,433.00	5.4%	1	50.9%
Colombia	BBB-	5,330,648.00	5.3%	1	36.5%
Belize	CC	5,062,148.00	5.1%	1	39.8%
Rep. Dominicana	BB-	2,650,000.00	2.7%	1	77.7%
México	BBB	1,400,416.00	1.4%	1	16.9%
<b>Total</b>		<b>100,000,000.00</b>	<b>100%</b>	<b>21</b>	<b>53.9%</b>

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

### Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora CIFI 01 Distribución por sector de las participaciones en créditos

Sector	Monto (USD)	%	Créditos	Participación
Solar Power	39,477,226.00	39.5%	10	54.5%
Airports and Seaports	16,620,250.00	16.6%	2	72.2%
Telecommunications	10,640,000.00	10.6%	2	70.0%
Biomass	10,050,944.00	10.1%	2	42.2%
Social Infrastructure	5,941,416.00	5.9%	1	56.1%
Hydro Power	5,372,433.00	5.4%	1	50.9%
Roads, Railroads and Others	5,330,648.00	5.3%	1	36.5%
Construction & Engineering	5,166,667.00	5.2%	1	64.1%
Thermo Power	1,400,416.00	1.4%	1	16.9%
<b>Total</b>	<b>100,000,000.00</b>	<b>100%</b>	<b>21</b>	<b>53.9%</b>

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

## Endeudamiento

La ausencia de deuda financiera permite niveles de apalancamiento muy bajos, de acuerdo a las proyecciones no se prevé una exposición diferente durante la vigencia del Fondo.

El Fondo se financiará exclusivamente de la emisión de valores de participación.

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora - CIFI 01										
Apalancamiento	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Deuda/Patrimonio	6.7%	5.6%	7.7%	8.4%	8.5%	9.1%	9.9%	10.7%	12.3%	15.1%
Activo/patrimonio	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
Deuda/EBIT	12.8	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	2.0

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.  
Cifras proyectadas.

## Rentabilidad

SCRiesgo efectuó un análisis de la suficiencia de flujos para los 10 años de vida económica de la transacción con el propósito de evaluar el pago en tiempo de los compromisos del Fondo hacia sus inversionistas. Se efectuaron escenarios de estrés sobre los supuestos más sensibles a los rendimientos del activo subyacente.

Los ingresos que obtendrá el Fondo provendrán del rendimiento por intereses que generará el activo, el cual se encuentra diversificado por zona geográfica y por sector económico. Las tasas de interés de los créditos están compuestas por una parte fija y otra variable indexada a la tasa LIBOR, lo cual garantiza la generación de flujos hacia el Fondo. En caso que alguno de los créditos registrará mora se activarán los mecanismos de resguardo para asegurar el direccionamiento del flujo hacia el Fondo.

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora - CIFI 01										
Rentabilidad	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gastos operativos/Ingresos	29.3%	18.9%	16.8%	16.9%	17.1%	17.2%	17.5%	18.5%	19.0%	21.4%
Margen operativo	70.7%	81.1%	83.2%	83.1%	82.9%	82.8%	82.5%	81.5%	81.0%	78.6%
Margen neto	70.7%	81.1%	83.2%	83.1%	82.9%	82.8%	82.5%	81.5%	81.0%	78.6%

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.  
Cifras proyectadas.

## 9. OPINIÓN LEGAL

SCRiesgo, complementa su análisis con opiniones legales determinadas por asesores expertos en este tipo de transacciones. Cabe señalar, que esto no constituye una recomendación legal, ni confirma que las opiniones legales son suficientes o absolutas. Estrictamente en el ámbito legal, en este tipo de transacciones los riesgos surgen de los contratos de titularización, de la constitución del patrimonio autónomo, del prospecto de emisión y de la misma venta y colocación de los títulos.

La titularización es un proceso que permite constituir patrimonios independientes a partir de la enajenación de activos generadores de flujos de efectivo con un alto grado de predictibilidad. El dictamen jurídico concluye que los contratos aportados regulan adecuadamente la estructura y no se observan omisiones importantes que incrementen el riesgo, más allá de lo que es propio por la naturaleza misma del negocio que se está estructurando y del activo subyacente. El perfil crediticio del Fondo es proporcionalmente directo a la continuidad y éxito del negocio del Originador.

Riesgos potenciales podrían derivarse del incumplimiento a la normativa de mercado de valores que regula el orden jurídico de la titularización de activos. Este riesgo es de naturaleza operativa y podrían surgir de la complejidad de la transacción. El riesgo se minimiza dada la trayectoria, solidez y experiencia previa de las partes involucradas

*SCRiesgo da clasificación de riesgo a este emisor desde 2020. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de clasificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.*

*“SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.”*

*“La clasificación expresa una opinión independiente sobre la capacidad de la entidad calificada de administrar riesgos”*

## Anexo 1

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora - CIFI 01										
Balance General	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Activo</b>										
Efectivo y equivalentes	\$1,106,916	4,317,236	5,703,685	5,299,401	4,814,586	4,548,978	4,180,994	3,702,095	3,368,996	2,935,444
Participaciones en créditos	\$24,447,058	93,273,421	84,242,921	71,490,227	64,003,981	55,687,219	46,498,901	37,675,379	29,085,902	20,151,194
Otros Activos	\$519,872	926,960	824,367	721,773	619,180	516,587	413,993	311,400	208,807	106,213
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>26,073,846</b>	<b>98,517,617</b>	<b>90,770,973</b>	<b>77,511,401</b>	<b>69,437,746</b>	<b>60,752,784</b>	<b>51,093,888</b>	<b>41,688,875</b>	<b>32,663,705</b>	<b>23,192,850</b>
<b>Pasivo</b>										
Cuentas por pagar al Originador	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000
Excedentes acumulados del Fondo	126,788	3,744,196	5,028,051	4,521,175	3,933,766	3,565,564	3,094,987	2,513,495	2,077,803	1,541,657
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,626,788</b>	<b>5,244,196</b>	<b>6,528,051</b>	<b>6,021,175</b>	<b>5,433,766</b>	<b>5,065,564</b>	<b>4,594,987</b>	<b>4,013,495</b>	<b>3,577,803</b>	<b>3,041,657</b>
<b>Patrimonio</b>										
Títulos de Participación Serie A	24,447,058	22,686,830	20,540,657	17,532,687	15,709,339	13,682,641	11,442,128	9,282,200	7,168,318	4,961,464
Títulos de Participación Serie B	0	23,181,358	20,943,235	17,781,757	15,924,628	13,860,633	11,580,075	9,387,280	7,247,437	5,019,259
Títulos de Participación Serie C	0	23,367,551	21,104,686	17,911,733	16,030,983	13,942,068	11,634,618	9,422,386	7,273,816	5,040,766
Títulos de Participación Serie D	0	24,037,681	21,654,343	18,264,050	16,339,031	14,201,878	11,842,080	9,583,513	7,396,332	5,129,705
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>24,447,058</b>	<b>93,273,421</b>	<b>84,242,921</b>	<b>71,490,227</b>	<b>64,003,981</b>	<b>55,687,219</b>	<b>46,498,901</b>	<b>37,675,379</b>	<b>29,085,902</b>	<b>20,151,194</b>
		0								
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>26,073,846</b>	<b>98,517,617</b>	<b>90,770,973</b>	<b>77,511,401</b>	<b>69,437,746</b>	<b>60,752,784</b>	<b>51,093,888</b>	<b>41,688,875</b>	<b>32,663,705</b>	<b>23,192,850</b>

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

## Anexo 2

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora - CIFI 01										
Estado de Resultado	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>INGRESOS</b>	<b>179,263.54</b>	<b>4,461,901.01</b>	<b>6,043,206.41</b>	<b>5,442,692.19</b>	<b>4,746,731.21</b>	<b>4,304,333.05</b>	<b>3,752,210.35</b>	<b>3,083,569.89</b>	<b>2,565,525.53</b>	<b>1,962,184.90</b>
Ingresos por intereses	177,108.23	4,405,390.21	5,945,094.43	5,344,580.20	4,662,776.56	4,220,378.40	3,668,255.71	2,999,615.25	2,498,508.00	1,899,023.01
Ingresos otros (comisiones)	2,155.3	56,510.8	98,112.0	98,112.0	83,954.6	83,954.6	83,954.6	83,954.6	67,017.5	63,161.9
<b>GASTOS</b>	<b>-52,475.88</b>	<b>-844,492.41</b>	<b>-1,015,155.23</b>	<b>-921,517.65</b>	<b>-812,965.25</b>	<b>-738,768.87</b>	<b>-657,223.38</b>	<b>-570,074.57</b>	<b>-487,722.69</b>	<b>-420,528.02</b>
Gastos iniciales de colocación	-8,811.39	-90,162.08	-102,593.33	-102,593.33	-102,593.33	-102,593.33	-102,593.33	-102,593.33	-102,593.33	-102,593.33
Gastos del Fondo	-43,664.49	-754,330.33	-912,561.90	-818,924.32	-710,371.92	-636,175.54	-554,630.05	-467,481.24	-385,129.36	-317,934.69
<b>RESULTADO DEL PERIODO</b>	<b>126,788</b>	<b>3,617,409</b>	<b>5,028,051</b>	<b>4,521,175</b>	<b>3,933,766</b>	<b>3,565,564</b>	<b>3,094,987</b>	<b>2,513,495</b>	<b>2,077,803</b>	<b>1,541,657</b>
<b>Utilidad operativa</b>	<b>126,787.66</b>	<b>3,617,408.60</b>	<b>5,028,051.19</b>	<b>4,521,174.53</b>	<b>3,933,765.96</b>	<b>3,565,564.17</b>	<b>3,094,986.97</b>	<b>2,513,495.32</b>	<b>2,077,802.84</b>	<b>1,541,656.88</b>

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.