

# FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA CIFI CERO UNO

## Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión ordinaria: N° 6042022 del 22 de abril de 2022.

Fecha de ratificación:

Información financiera auditada a diciembre 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 de mantenimiento 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 y del Fondo a diciembre del 2021.

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

Fondo de Titularización de Activos Ricorp CIFI Cero Uno				
Emisión	Anterior		Actual	
	Clasificación			Perspectiva
VTRTCIFI 01	Nivel 2 (SLV)	Estable	Nivel 2 (SLV)	Estable

#### 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

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.
- El Fondo no presenta morosidad.

*“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)

## 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 de negocios.

## 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; administradora del Fondo designó al Gestor (CIFI *Asset Management*, LTD); para procesar, contabilizar, registrar pagos y otros de naturaleza análoga de los derechos a ser transferidos. 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. En diciembre de 2021, el Fondo emitió la primera (serie A) de cuatro series 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 paga 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 de participación de una porción de los préstamos elegidos según corresponda, hasta completar un monto de USD100 millones. A la fecha el Fondo solo ha colocado la Serie A por USD25 millones.

La operatividad de la transacción está 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 estarán girando 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 obliga 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	La Titularizadora con cargo al 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
Series	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	Serie A: USD25.0 millones; 16/12/2021

Fuente: Ricorp Titularizadora

## 4. CONTEXTO ECONÓMICO

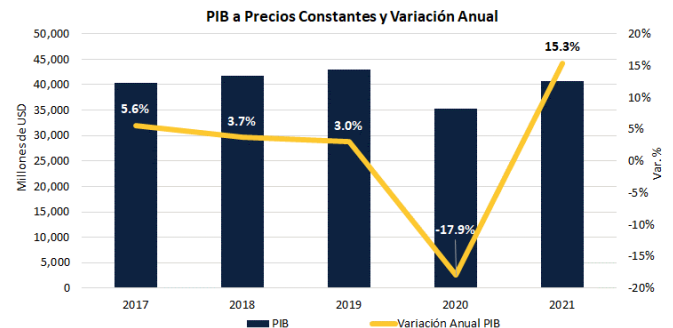
### 4.1 Análisis de plaza local

Durante el 2022, el desafío de la economía panameña es mantener el crecimiento económico sostenido, frente a un proceso inflacionario global y los efectos de conflictos externos. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) proyecta una variación positiva del 7.3% para 2022, el quinto de la región. El Gobierno panameño sustenta un 5.0%, impulsado por la actividad minera, construcción, comercio y las operaciones del Canal de Panamá. El Banco Mundial ha estimado el aumento del PIB real en 7.8% en 2022. Para lograr dichas proyecciones, serán necesarios esfuerzos en la administración de la deuda pública, estratégicos incentivos a la productividad, atender los desbalances en las finanzas del Estado y las condiciones externas.

Al cierre del primer trimestre de 2022, se han aplicado alrededor de 8.0 millones de dosis de la vacuna contra el COVID-19, y el 70.4% de la población está completamente vacunada. No obstante, la sostenibilidad del impulso económico percibido en 2021, continuará dependiendo de una mayor inmunización

de la población al virus, adecuada gestión fiscal, y evolución del contexto internacional. Se prevén que presiones en el alza en los niveles de precios continúe, producto de la prolongación de la guerra entre Rusia y Ucrania, y sus efectos en las cadenas de suministros.

A diciembre de 2021, el PIB panameño alcanzó USD40,736 millones y aumentó 15.4% en relación con 2020. Las actividades con mejor desempeño son explotación de minas y canteras (+107.3%); construcción (+32.3%), comercio (+21.7%) y actividades inmobiliarias (+20.1%). Únicamente intermediación financiera (-2.7%); y servicios de educación privada (-1.2%) experimentaron variaciones negativas.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo de Panamá (INEC).

### 4.2 Déficit público

Durante el 2021, el déficit del Gobierno Central alcanzó los USD4,007.8 millones y reflejó una disminución anual de 18.0% (2020: USD4,886.3 millones). Como porcentaje del PIB, el déficit representa el 6.3%, lo cual refleja una considerable recuperación en relación con 2020 (9.1% del PIB).

Lo anterior, es resultado del aumento en los ingresos tributarios del 13.6%, y los no tributarios de 23.8%, favorecidos por el proceso de reactivación económica y la eliminación progresiva de las medidas de contención derivadas de la pandemia. El gasto mantiene una tendencia creciente (+1.6%), específicamente el corriente que aumentó en 11.5% (2020: +5.6%). Los egresos se encuentran determinados por los efectos de la pandemia aún en curso, y por las medidas de carácter anticíclicas tomadas por el Gobierno panameño, entre ellas el Programa Panamá Solidario que ha requerido USD1,133.1 millones, y el subsidio a la tarifa eléctrica por USD336.8 millones.

### 4.3 Deuda

A diciembre de 2021, el monto total de la deuda pública ascendió a USD40,487.9 millones y aumentó 9.5% con respecto a 2020, lo cual representó el 67.6% del PIB de 2021. La dinámica es explicada por el desembolso de USD4,461.0 millones en

Página 3 de 16

concepto de deuda externa, otorgados por Organismos Multilaterales por USD1,190.3 millones y emisión de Bonos Globales por USD3,200.0 millones. En concepto de deuda interna, se requirieron USD 2,348.4 millones de los cuales, el 53.2% se realizaron por emisión de bonos públicos. Para el pago del servicio de la deuda, fueron necesarios USD3,250.3 millones para el pago de capital y USD1,619.0 millones para intereses y comisiones.

## 5. LATINOAMÉRICA

De acuerdo con la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL); el crecimiento del PIB para 2021, promedió 6.2%: América del Sur (6.4%); Centroamérica y México, un 6.0%, y el Caribe un 1,2%. En 2021, la dinámica del crecimiento estuvo liderada por la demanda interna. El consumo privado fue favorecido por los avances en la vacunación en varios países. Los gobiernos de la región inyectaron dinamismo al elevar el gasto e iniciar proyectos de infraestructura. La crisis sanitaria causada por el COVID-19 agudizó los problemas estructurales de la región. Se espera una desaceleración económica a partir del segundo semestre del 2022. Para este último año, se proyecta una expansión promedio del 2.1% en la región: América del Sur un 1.4 %; Centroamérica y México, un 3.3%, y el Caribe 6.1%.

Los flujos de inversión a la región latinoamericana y el Caribe continuaron en recuperación. Pese al estrés generado en la economía por la pandemia los países de la región mantienen el acceso a los mercados de deuda internacional. La actividad económica fue favorecida por la liberación de la demanda acumulada en 2020, esto incidió en la recuperación de los sectores económicos, aunque a diferentes velocidades. Cerca de un promedio del 30% de los empleos afectados en 2020, no se recuperaron en 2021.

La reducción prevista y necesaria en el gasto público; principalmente en los subsidios y transferencias corrientes versus y la recuperación de los ingresos públicos, en mayor importancia los ingresos tributarios, se reflejarán en una mejora de los déficits fiscales. De acuerdo con las proyecciones los déficits globales de los gobiernos centrales se situaron en un 5.0% del PIB en 2021, frente al 6.9% del PIB en 2020. El aumento del precio de la energía, alimentos y materias primas ha propiciado un alza en los niveles de inflación.

Países como Brasil, México, Colombia, Argentina, Chile y Ecuador contemplan dentro de sus proyecciones modernizar y extender sus redes de ferrocarriles, mayoritariamente público, también se prevé una mayor participación de los socios públicos privados. La construcción de líneas de metro y las necesidades de nueva infraestructura aeroportuaria genera

importantes oportunidades de inversión latinoamericana en 2022 y 2023.

En Latinoamérica continúa la ejecución de 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.

## 6. 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. En tal contexto, Ricorp Titularizadora, S.A. (en adelante la Titularizadora) recibió la autorización por parte de la SSF el 28 de julio de 2011 en sesión No. CD-15/2011. Por su parte, el inicio de operaciones fue autorizado en sesión No. CD-12/2011 celebrada en fecha siete de diciembre de 2011.

Como sociedad titularizadora autorizada por el regulador local para constituir, integrar y administrar fondos de titularización y emitir valores con cargo a dichos fondos, la compañía realiza sus procesos empresariales mediante las actividades, estudios de factibilidad de titularización, titularización, colocación y administración de las emisiones.

La Titularizadora tiene una amplia experiencia administrando fondos de titularización de flujos futuros y de activos inmobiliarios, de estos últimos figuran: i) Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora Millennium Plaza ii) Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Torre Sole Blú Uno; iii) Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora Plaza Mundo Apopa y iv), Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora Montreal Uno. La Titularizadora cuenta con un equipo humano de gran experiencia en el sector inmobiliario.

Ricorp Titularizadora cuenta con una estructura orgánica que en nuestra opinión está acorde a sus funciones y responsabilidades. La Junta General de Accionistas es la máxima

autoridad y delega en la Junta Directiva la administración, toma de decisiones y ejecución del plan estratégico. La Junta Directiva nombra al Director Ejecutivo, quien responde por el funcionamiento de sus diferentes gerencias. La Titularizadora cuenta con una oficialía de cumplimiento, unidad de riesgos y auditoría interna en estricto apego a la normativa 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 por la SSF, las políticas de gobernanza corporativa están bien definidas y autorizadas por la alta administración. Las políticas de gobierno corporativo han sido 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.

Los miembros de Junta Directiva y el equipo gerencial cuentan con experiencia amplia, tanto en el sector financiero, mercado de valores, como en la titularización de activos. Lo anterior, ha generado condiciones para avanzar con las estrategias establecidas. Cabe señalar, que la Titularizadora, gestiona varias transacciones importantes en el mercado de valores. En este sentido, las prácticas corporativas de Ricorp 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.

Como parte de la estructura de gobierno corporativo, dispone de diversos comités que permiten dar seguimiento, gestión de riesgos y control interno periódico a través de sus políticas y manuales a áreas como:

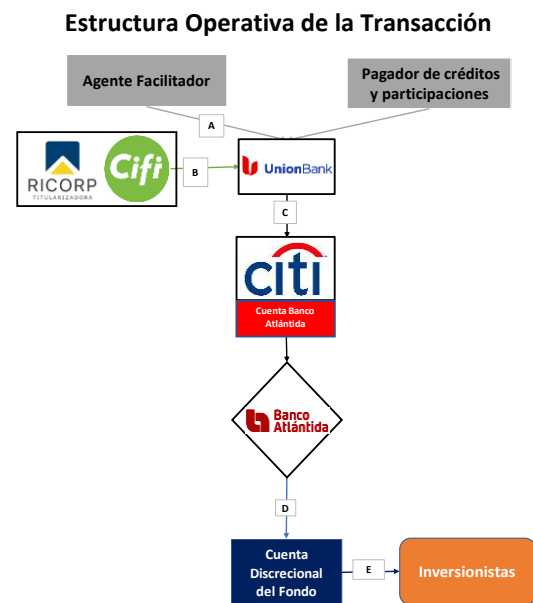
- La administración integral de riesgos por medio de un Comité de riesgos, que incluye la identificación, evaluación, medición y mitigación de los riesgos.
- El cumplimiento de políticas de ética y conducta por medio de un Comité de ética y conducta.
- La verificación del control interno y cumplimiento de la sociedad por medio de un Comité de auditoría.
- La gestión integral del riesgo de lavado de dinero a través de un Comité de prevención de lavado de dinero.
- Seguimiento a los fondos inmobiliarios con construcciones a través de un Comité de construcción donde participan miembros de la Junta Directiva, alta gerencia y un gestor de proyectos inmobiliarios.

La Titularizadora cuenta con un plan estratégico dirigido al fortalecimiento integral, con el propósito de crear alternativas innovadoras de titularizaciones, consolidación de sus diferentes líneas de negocios y fortalecer alianzas estratégicas. El vínculo entre el Fondo en análisis, y la Sociedad Titularizadora que lo administra se reduce a la gestión y representación del Fondo, el

cual de acuerdo a los documentos analizados está en apego a la normativa local. Los riesgos financieros y crediticios entre el Fondo y la Titularizadora son independientes y separados a través de patrimonios autónomos. No obstante, de generarse riesgos reputacionales de la Sociedad Titularizadora podría afectar el desempeño del Fondo.

Cabe señalar que los Tenedores de Valores podrán perseguir el reconocimiento de sus derechos y el cumplimiento de las obligaciones de pago de sus valores en los activos del Fondo de Titularización y en los bienes de la Titularizadora, según lo contemplado en el artículo 25 de la Ley de Titularización de Activos.

## 7. TITULARIZACIÓN



**Fuente:** Ricorp Titularizadora, S.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.
- El convenio *Trust Account* girará periódicamente instrucción irrevocable a *Union Bank of New York* para depositar, a prorrata los fondos recibidos.
- 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.
- El Fondo cuenta 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.

## 7.1 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.

## 7.2 Acuerdo Marco de Participaciones y Subparticipaciones

El acuerdo contiene las cláusulas generales para la venta de participaciones en los financiamientos de los préstamos elegidos. Los Originadores a través de los certificados de participación que transferirán y realizarán la tradición de manera irrevocable y a título oneroso al Fondo por medio de la Titularizadora a lo largo de la emisión, 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 un equivalente a USD25.0 millones de la Serie A, 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.

## 7.3 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 irre recuperables 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.

## 7.4 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.

## 7.5 Prelación 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.

## 7.6 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.

## 7.7 Procedimiento en caso de liquidación

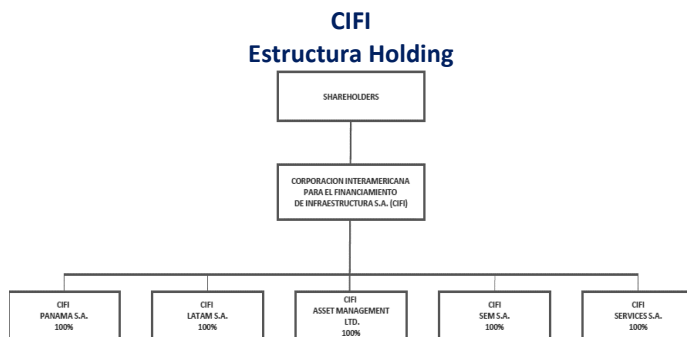
En el evento de liquidación del Fondo se deberá seguir el orden de prelación dictado por el artículo setenta de la Ley de Titularización de Activos: **1. En primer lugar**, el pago de Deuda Tributaria; **2. En segundo lugar**, se le pagarán las obligaciones a

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.

## 8. ORIGINADOR

### 8.1 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) *Project 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 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 los objetivos estratégicos de CIFI, están la integración de los factores ASG: ambientales, sociales y de gobernanza.

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 Moody's*, 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.

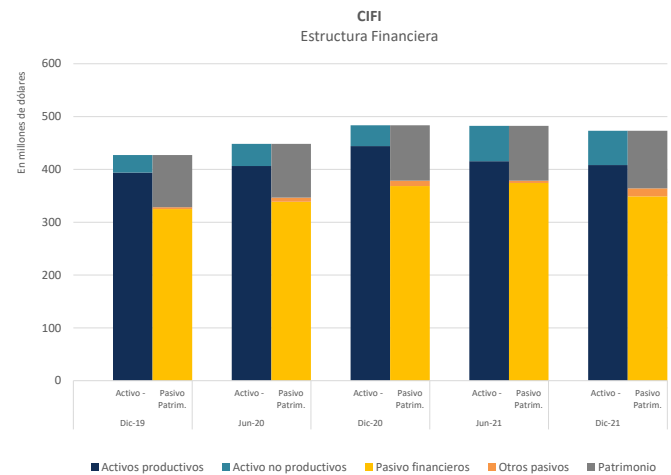
## 8.2 Análisis financiero

Los estados financieros a diciembre 2021 y 2022, fueron auditados por la firma independiente *Price Waterhouse Coopers (PWC)*.

### Estructura financiera

Al término de 2021, CIFI experimentó una contracción de sus activos del 2.2%, por debajo de su base acumulada en diciembre 2020, cuando registró un crecimiento del 13.2%. Su principal activo, la cartera crediticia; representó el 75.6% y en menor medida caja y bancos (10.9%). La estructura de deuda se concentra en obligaciones con organismos especializados de crédito por 41.0%; emisiones el 47.9%, titularización con el 6.6%, y complementa la deuda total con otros pasivos (4.5%). El pasivo total declinó en 3.8% (diciembre 2020: +15.3%), mostrando una participación del 77.0% de la estructura financiera.

El patrimonio mostró un crecimiento moderado (+3.9%), explicado principalmente por la generación interna de capital y el desempeño de las actividades crediticias. CIFI consolidó un saldo de USD108.9 millones (diciembre 2020: USD104.9 millones). En opinión de la agencia Clasificadora, el patrimonio continúa ofreciendo un soporte adecuado para expandir las operaciones y asegurar el negocio en marcha.



Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

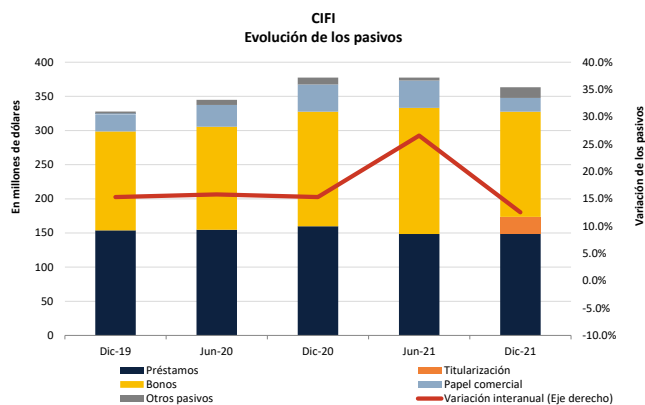
### Liquidez y Fondo

La liquidez ajustada representó el 11.8% de los activos totales (diciembre 2020: 11.9%) y el 17.1% de las obligaciones financieras. CIFI gestiona un portafolio de inversiones modesto dentro de la composición de sus activos (0.9%); dicho portafolio se encuentra estructurado en estricto apego con la política de inversión.

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 diciembre de 2021, se observa un saldo de USD51.6 millones en efectivo y equivalentes, menor en un 3.1% comparado con su interanual. Cabe señalar, que 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 deuda se observa estable, con una mayor representación de préstamos (41.0%) y emisiones (47.9%). De manera conjunta, significan la principal fuente de financiamiento de la cartera crediticia. El fondeo con entidades financieras mostró una contracción del 6.6%, y las que proceden de emisiones una disminución del 16.0%. Por su parte, la relación de cartera neta a préstamos se ubicó en 236.0%, 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 y recientemente fondos de titularización.



Fuente Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

El Originador 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. La corporación ha optimizado sus opciones de fondeo diversificando a través del mercado de capitales: emisiones de bonos, programas rotativos y financiamientos derivados de esquemas de titularización.

El Originador continúa manteniendo adecuados niveles de liquidez acorde con su modelo de negocios y compromisos adquiridos. 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 tamaño.

CIFI: Indicadores de Liquidez					
	Dic-19	Jun-20	Dic-20	Jun-21	Dic-21
Liquidez Ajustada	4.8%	9.2%	11.9%	13.8%	11.8%
Disponibilidades + Inversiones / Obligaciones	6.3%	12.2%	15.7%	16.7%	17.1%
Cartera Neta / Financiamiento de préstamos	242.8%	235.7%	241.6%	237.4%	236.0%

Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

## Riesgo de mercado

CIFI continúa mostrando 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.

A diciembre 2021, cerca del 89.2% de los créditos están a tasas flotantes versus un 42.0% de los pasivos, 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 +/- 2.0% del patrimonio. La sensibilidad neta de los portafolios es del 0.91%. 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.

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; debido a que todos sus activos y pasivos están denominados en dólares estadounidenses. Cabe señalar, que muchos de los servicios que brindan los deudores de CIFI son en moneda local, por consiguiente; una pérdida de valor en los activos de los acreditados presionaría los flujos operativos debido al reconocimiento de pérdidas cambiarias, situación que podría debilitar la capacidad de pago de los acreditados hacia CIFI.

En ese sentido, el Originador cuenta con una política estricta para reducir las exposiciones cambiarias derivada de los deudores que no generan divisas. CIFI exige a los deudores comprar instrumentos de coberturas para mitigar el riesgo cambiario.

## Calidad crediticia

La cartera bruta acumuló un saldo de USD357.6 millones (diciembre 2020: USD392.5 millones); mostrando una reducción anual de 8.9%, reflejando un menor desempeño en relación con el crecimiento moderado del 1.3% de diciembre 2020; su concentración en relación con el activo total es de 75.6%. El riesgo crediticio de CIFI está altamente vinculado con la situación económica, política y social de los diversos países en los que opera. Los efectos negativos derivados del COVID 19 y sus diferentes variantes; sumando a la crisis en Europa del Este y su incidencia en la región; suponen riesgos al entorno operativo de CIFI. Sin embargo, se prevén oportunidades de crecimiento favorecido por una demanda de crédito creciente hacia productos más sostenibles, y de las políticas expansionistas de los gobiernos en la región LATAM.

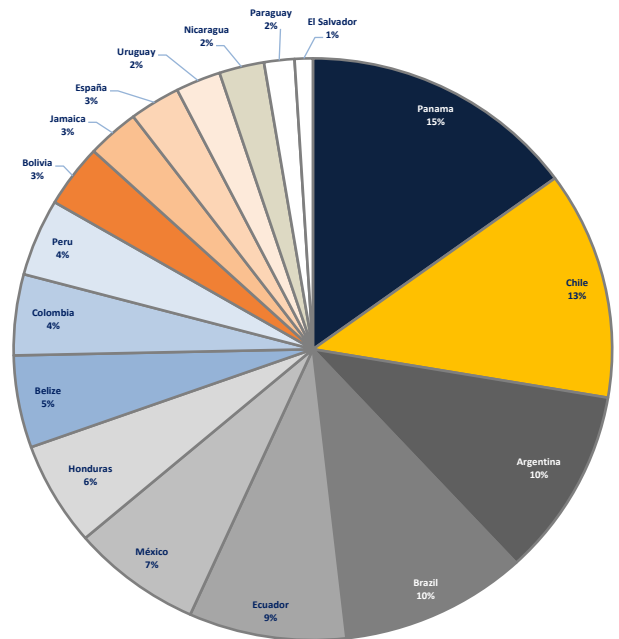
CIFI opera con un apetito de riesgo conservador al aminorar sus exposiciones en países con una mayor vulnerabilidad a los shocks externos. A partir de 2020, CIFI dirigió su estrategia a reducir posiciones en países de mayor riesgo, y consideramos que esto se mantenga, reflejo de los efectos macroeconómicos

globales exacerbados por las tensiones en el este de Europa y los efectos del COVID-19 aun en curso.

La cartera crediticia es medianamente diversificada por destino económico. CIFI muestra una mayor participación en proyectos de energía solar (26.9%); telecomunicaciones (13.3%); y aeropuerto y puertos marítimos (11.3%). Por país, existe una diversificación adecuada, y con espacio para crecer debido a la necesidad de infraestructura en la región. Se observa una alta concentración por deudor, reflejo de su modelo de negocios y de sus líneas estratégicas de colocación. Los riesgos de una baja atomización de la cartera son mitigados por las buenas acciones de CIFI en la gestión del riesgo crediticio, y la robusta experiencia en el financiamiento y evaluación de diversos proyectos en Latinoamérica.

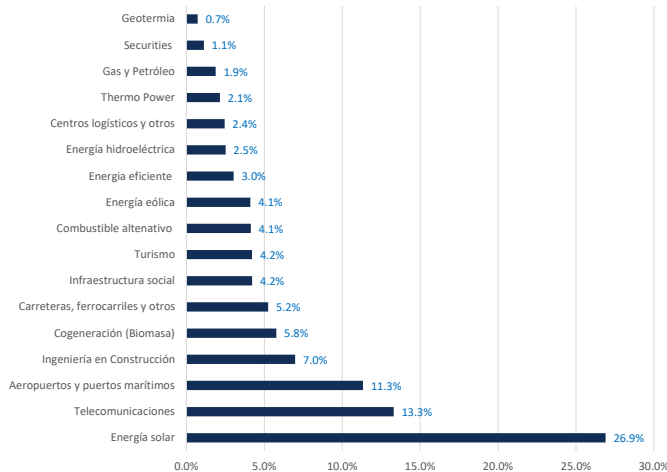
calibró los límites de exposición y efectúa de manera periódica análisis de riesgo soberano, industria y comportamiento económico.

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



Fuente: Estados financieros auditados de CIFI.

**CIFI**  
**Cartera por sector económico a diciembre 2021**



Fuente: Estados financieros auditados de CIFI.

El índice de reservas sobre préstamos vencidos fue del 28.7%, menor al 58.8% de diciembre 2020. 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 de los proyectos. 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.

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.

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.

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 reportada ha sido mínima.

El *ratio* de bienes de nula productividad netos de reservas (cartera vencida + activos extraordinarios) frente al patrimonio, se ubicó en 11.5% (diciembre 2020: 4.1%). La afectación del indicador obedece al crecimiento de los activos vencidos, y la disminución de reservas en balance.

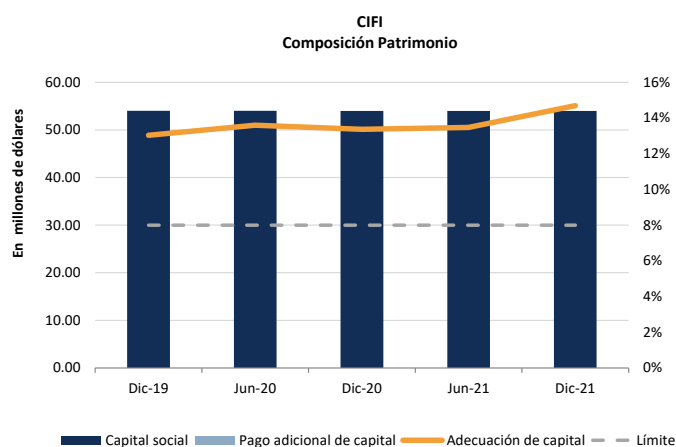
El índice de vencimiento desmejoró al ubicarse en 4.9% desde 2.7% en el lapso de un año. En 2020, CIFI modificó su estrategia de cobro para mitigar los efectos de la pandemia implementando medidas de cobro ajustadas a un entorno retador, efectuó reestructuraciones y mejoró las calendarizaciones de pagos en algunos deudores. También,

CIFI: Indicadores de Calidad de Activos					
	Dic-19	Jun-20	Dic-20	Jun-21	Dic-21
Indice de vencimientos	4.4%	3.9%	2.7%	2.2%	4.9%
Cartera CCC+/Cartera Total	10.7%	29.9%	25.0%	21.5%	22.3%
Estimaciones / Crédito Vencidos	82.0%	60.0%	58.8%	54.8%	28.7%
Estimaciones /Cartera CCC+	33.6%	7.8%	6.2%	5.5%	6.4%
Activos de baja productividad / patrimonio	3.6%	6.2%	4.1%	4.3%	11.5%

Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

## Solvencia

De acuerdo con nuestro análisis, la Corporación continúa manteniendo niveles de suficiencia patrimonial que otorgan un adecuado soporte para la expansión del crédito (diciembre 2021: 14.7%). Para la gestión del capital, CIFI ha adoptado el método estandarizado de Basilea II (aprobado el 13 de diciembre de 2018). 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 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 3.9 veces, ligeramente menor respecto con diciembre 2020 (4.2 veces). El patrimonio total se concentra en el capital social pagado que representó el 49.6% 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-19	Jun-20	Dic-20	Jun-21	Dic-21
Apalancamiento Productivo	4.0	3.9	4.2	3.9	3.6
Endeudamiento Económico	3.3	3.4	3.6	3.7	3.3
Adecuación de capital	13.0%	13.6%	13.4%	13.5%	14.7%
Capital social / activos ponderados por riesgo	7.1%	7.2%	6.9%	7.0%	7.3%

Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

## Eficiencia y Rentabilidad

Los indicadores de eficiencia operativa son favorecidos un volumen de negocios aumentado respecto a la infraestructura con que opera. La eficiencia operativa, se ubicó en 36.2%, registrando una mejora en relación con el 39.8% reportado en diciembre 2020. Los gastos operativos consumieron el 21.2% de los ingresos de operación, gran parte del gasto operativo es destinado a remuneraciones de funcionarios y empleados.

Los ingresos por intereses mostraron un bajo dinamismo (+0.01%). El volumen de ingresos continúa determinado por flujos derivados de la intermediación financiera y los ingresos por servicios de estructuración. A futuro, una tendencia a la baja del spread de tasas estaría determinado por el comportamiento descendente de la tasa libor, los efectos de la pandemia en la economía de los países elegibles, una elevada inflación y tensiones en la economía debido al estrés económico global.

Los ingresos por asesoría y estructuración disminuyeron en un 11.7% y representaron el 22.0% 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 1.1%, registrando un saldo de USD16.1 millones (diciembre 2020: USD16.3 millones); dichos costos absorben un 41.4% de los ingresos operativos. El margen financiero ha promediado 68.3% en los últimos 4 años, permitiendo absorber cómodamente los gastos de estructura y los asociados al riesgo crediticio.

CIFI: Indicadores de eficiencia y rentabilidad					
	Dic-19	Jun-20	Dic-20	Jun-21	Dic-21
Eficiencia operativa	46.1%	46.6%	39.8%	48.8%	36.2%
Costos en Reservas/ Margen de Intermediación	14.9%	17.6%	21.5%	14.7%	19.7%
Margen financiero	55.8%	67.6%	67.6%	60.2%	60.3%
Rendimiento sobre el Activo	2.1%	1.4%	2.1%	1.1%	2.0%
Rendimiento sobre el Patrimonio	8.5%	6.0%	9.2%	4.9%	9.0%
Margen Neto	22.7%	23.0%	22.7%	15.1%	24.9%

Fuente: Estados financieros auditados e intermedios de CIFI.

## 9. FONDO DE TITULARIZACIÓN

### Antecedentes del Fondo

El 15 de julio de 2021, en sesión N° JD-12/2021 fue autorizada por la Junta Directiva de Ricorp Titularizadora, S.A. la inscripción de la emisión de Valores de Titularización - Títulos de Participación, con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora CIFI Cero Uno por un monto máximo de hasta USD100,000,000.00.

El 05 de noviembre de 2021, en sesión N° CD-47/2021 El Consejo Directivo de la SSF, autorizó el asiento registral para las emisiones de valores del Registro Público Bursátil, con asiento registral N° EM-0019-2021.

El 10 de noviembre de 2021, se suscribió el Acuerdo Marco de Participación; por medio del cual se trasladó al Fondo de Titularización los activos titularizados.

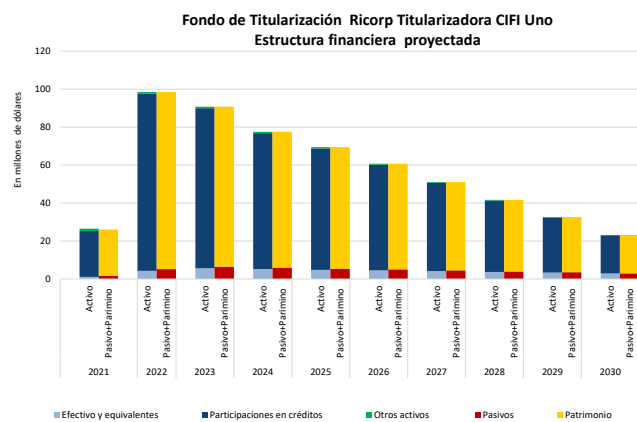
El 25 de noviembre de 2021, se emitió la resolución del Comité de Emisiones de la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V. número EM-37/2021 de fecha 26 de noviembre de 2021, en donde se autorizó la inscripción de la emisión en la Bolsa de Valores de El Salvador.

El 16 de diciembre de 2021, se efectuó la primera colocación de la emisión de Valores de Titularización - Títulos de Participación, con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora CIFI Cero Uno correspondiente a la serie A; por un monto de USD25,000,000.00.

### Análisis financiero del fondo

Los estados financieros a diciembre de 2021 del Fondo, fueron auditados por la firma independiente Figueroa Jiménez & Co. S.A.

### Estructura financiera



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

Al cierre de 2021, el Fondo acumuló activos por USD26.5 millones, su volumen está determinado principalmente por inversiones en participaciones de cartera de crédito que representan el 91.1% del total del balance, el restante se concentró en efectivo (4.1%) y otros activos (4.7%). La cartera de participaciones generará los flujos para el repago de los valores de titularización y su respectivo rendimiento.

El Fondo no contempla exposiciones de deuda financiera durante toda la vida de la emisión. En conjunto, los pasivos totales sumaron USD1.5 millones, equivalente al 5.8% de la estructura financiera. Inicialmente, el patrimonio ha sido conformado por los títulos de participaciones. Al finalizar 2021, los valores de la serie A por USD25.0 millones, representarán el 94.2% del tamaño del balance. El Fondo proyecta colocar tres series más de USD25.0 millones, hasta completar los USD100 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 moderada, la mayoría estará destinada al pago de las redenciones.

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora - CIFI 01										
Liquidez	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Disponibilidades / Activo	4.1%	2.7%	3.3%	3.6%	3.8%	4.1%	4.7%	5.4%	6.5%	8.3%
Disponibilidades / Pasivo*	0.7	1.7	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.2
Ingresos / Utilidad Neta	4.7	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
Activos líquidos / Gastos del Fondo	123.5	7.0	4.7	4.8	5.0	5.2	5.4	6.0	6.9	7.7

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

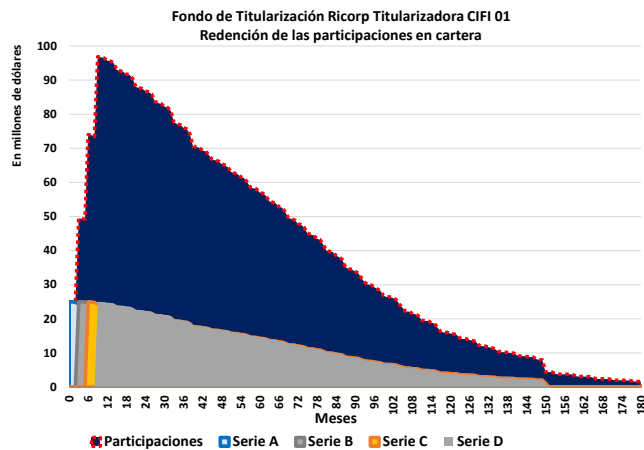
\*Excluye Excedentes acumulados del fondo.

### Calidad crediticia

Al cierre de 2021, los activos en titularización acumularon un saldo de USD24.2 millones, se espera que el crecimiento sea 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. A la fecha de este reporte el fondo no presenta morosidad.

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 accionarial.



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

Los recursos obtenidos de la serie A, fueron utilizados para la compra de participaciones de cartera y subparticipaciones, el pago de aportes adicionales y la redención parcial inicial. Las inversiones en cartera de la serie A, se concentraron en el sector de energía solar (37.4%); telecomunicaciones (17.4%); infraestructura social (11.0%); *Airports and Seaports* (10.4%); y otros (20.7%).

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora CIFI 01  
Distribución geográfica de las participaciones diciembre 2021 (Serie A)

País	Rating	Saldo (USD)	Participación
Panamá	BBB+	3,295,643.50	13.7%
Chile	A+	3,174,900.71	13.2%
Perú	BBB+	2,761,691.73	11.5%
Brasil	BB-	2,225,100.00	9.2%
Argentina	CCC+	2,048,400.75	8.5%
Ecuador	B-	1,997,500.00	8.3%
Jamaica	B+	1,929,962.50	8.0%
El Salvador	B-	1,749,888.50	7.3%
Colombia	BBB-	1,332,662.00	5.5%
Honduras	BB-	1,330,781.53	5.5%
Belice	CC	1,265,537.00	5.2%
República Dominicana	BB-	662,500.00	2.7%
México	BBB	342,933.20	1.4%
<b>Total</b>		<b>24,117,501.42</b>	<b>100%</b>

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora CIFI 01  
Distribución por sector de las participaciones Serie A, diciembre 2021

Sector	Saldo (USD)	Participación
Energía Solar	9,021,634.46	37.4%
Aeropuertos y puertos	4,155,062.50	17.2%
Telecomunicaciones	2,660,000.00	11.0%
Biomasa	2,512,736.00	10.4%
Infraestructura Social	1,470,024.98	6.1%
Carretera ferrocarriles y otros	1,332,662.00	5.5%
Energía Hidroeléctrica	1,330,781.53	5.5%
Construcción	1,291,666.75	5.4%
Energía térmica	342,933.20	1.4%
<b>Total</b>	<b>24,117,501.42</b>	<b>100.0%</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	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Deuda/Patrimonio	6.2%	3.3%	4.0%	4.3%	4.5%	4.9%	5.5%	6.3%	7.6%	9.8%
Activo/patrimonio	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
Deuda/EBIT	474.0	1.0	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

## 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	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Gastos operativos/ingresos	78.6%	12.2%	10.6%	10.7%	11.2%	11.5%	12.1%	12.8%	13.1%	14.3%
Margen operativo	21.4%	87.8%	89.4%	89.3%	88.8%	88.5%	87.9%	87.2%	86.9%	85.7%
Margen neto	21.4%	87.8%	89.4%	89.3%	88.8%	88.5%	87.9%	87.2%	86.9%	85.7%

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

## 10. 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 (USD)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Activo</b>										
Efectivo y equivalentes	\$1,099,813	2,615,752	2,921,171	2,706,081	2,524,602	2,415,260	2,268,835	2,132,212	2,027,207	1,852,347
Inversiones financieras	\$0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses por cobrar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones en créditos	\$24,181,355	94,462,458	85,113,003	71,869,704	64,176,988	55,639,238	46,208,862	37,417,100	28,984,082	20,262,159
Otros Activos	\$1,256,503	510,402	463,712	417,021	370,331	323,641	276,951	230,261	183,570	136,880
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>26,537,672</b>	<b>97,588,612</b>	<b>88,497,885</b>	<b>74,992,806</b>	<b>67,071,921</b>	<b>58,378,139</b>	<b>48,754,648</b>	<b>39,779,573</b>	<b>31,194,860</b>	<b>22,251,387</b>
<b>Pasivo</b>										
Títulos de deuda Serie A	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Títulos de deuda Serie B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por pagar	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
Otros pasivos	34,428	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Excedentes acumulados del Fondo	3,244	1,626,153	1,884,883	1,623,102	1,394,933	1,238,901	1,045,786	862,473	710,778	489,228
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,537,672</b>	<b>3,126,153</b>	<b>3,384,883</b>	<b>3,123,102</b>	<b>2,894,933</b>	<b>2,738,901</b>	<b>2,545,786</b>	<b>2,362,473</b>	<b>2,210,778</b>	<b>1,989,228</b>
<b>Patrimonio</b>										
Títulos de Participación Serie A	25,000,000	22,349,068	20,168,503	17,069,708	15,276,288	13,282,644	11,078,548	8,964,222	6,908,741	4,771,326
Títulos de Participación Serie B	0	23,546,817	21,245,629	18,008,175	16,080,526	13,941,186	11,578,234	9,386,705	7,284,847	5,108,130
Títulos de Participación Serie C	0	24,107,472	21,694,349	18,266,656	16,302,691	14,123,812	11,717,879	9,495,130	7,371,141	5,177,846
Títulos de Participación Serie D	0	24,459,102	22,004,521	18,525,166	16,517,483	14,291,595	11,834,202	9,571,043	7,419,353	5,204,856
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>25,000,000</b>	<b>94,462,458</b>	<b>85,113,003</b>	<b>71,869,704</b>	<b>64,176,988</b>	<b>55,639,238</b>	<b>46,208,862</b>	<b>37,417,100</b>	<b>28,984,082</b>	<b>20,262,159</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>26,537,672</b>	<b>97,588,612</b>	<b>88,497,885</b>	<b>74,992,806</b>	<b>67,071,921</b>	<b>58,378,139</b>	<b>48,754,648</b>	<b>39,779,573</b>	<b>31,194,860</b>	<b>22,251,387</b>

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

## Anexo 2

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora - CIFI 01										
Estado de Resultado (USD)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>INGRESOS</b>	<b>15,145</b>	<b>3,399,608.30</b>	<b>6,265,069.83</b>	<b>5,704,395.17</b>	<b>4,958,813.78</b>	<b>4,456,890.31</b>	<b>3,845,455.05</b>	<b>3,130,927.06</b>	<b>2,604,527.04</b>	<b>2,002,266.86</b>
Ingresos por intereses	15,145	3,369,256.80	6,168,248.39	5,607,573.73	4,876,960.34	4,375,036.87	3,763,601.62	3,049,073.62	2,540,252.10	1,942,090.73
Ingresos otros (comisiones)		30,351.5	96,821.4	96,821.4	81,853.4	81,853.4	81,853.4	81,853.4	64,274.9	60,176.1
<b>GASTOS</b>	<b>-11,901</b>	<b>-413,273.62</b>	<b>-663,544.28</b>	<b>-612,453.57</b>	<b>-553,504.01</b>	<b>-513,460.37</b>	<b>-464,823.05</b>	<b>-400,257.82</b>	<b>-340,473.73</b>	<b>-286,816.66</b>
Gastos iniciales de colocación	-2,998	-39,100.70	-46,690.17	-46,690.17	-46,690.17	-46,690.17	-46,690.17	-46,690.17	-46,690.17	-46,690.17
Gastos del Fondo	-8,903	-374,172.92	-616,854.11	-565,763.40	-506,813.84	-466,770.20	-418,132.88	-353,567.65	-293,783.56	-240,126.49
<b>RESULTADO DEL PERIODO</b>	<b>3,244</b>	<b>2,986,335</b>	<b>5,601,526</b>	<b>5,091,942</b>	<b>4,405,310</b>	<b>3,943,430</b>	<b>3,380,632</b>	<b>2,730,669</b>	<b>2,264,053</b>	<b>1,715,450</b>
<b>Utilidad operativa</b>	<b>3,244</b>	<b>2,986,334.68</b>	<b>5,601,525.55</b>	<b>5,091,941.60</b>	<b>4,405,309.77</b>	<b>3,943,429.93</b>	<b>3,380,632.00</b>	<b>2,730,669.24</b>	<b>2,264,053.31</b>	<b>1,715,450.19</b>

Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.