

Perú
Titulización de Activos

Patrimonio en Fideicomiso
Ferreyros – PFF, 1998-01

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
Bonos Titulizados	AAA (pe)		

Analista

Julio Loc L.
(511) 444 5588
julio.loc@aai.com.pe

Resumen

El 29 de diciembre de 1998, se constituyó el Patrimonio en Fideicomiso Ferreyros PFF 1998-01 (PFF), producto de la transferencia fiduciaria de las cuentas por cobrar de corto plazo derivadas de operaciones de venta de repuestos, servicios y alquiler de máquinas, motores, camiones y equipos de Ferreyros (Originador). El Fiduciario del PFF es Citicorp Perú Sociedad Titulizadora, y el servidor encargado de las cobranzas de las ventas es Ferreyros. El propósito del PFF es respaldar el pago de todas las emisiones de bonos de titulización hechas con cargo a dicho Patrimonio, hasta por un monto total de US\$45.0 millones, en igual orden de preferencia y de acuerdo al orden de prelación establecido en el Acto Constitutivo. El Patrimonio tiene un plazo de existencia limitado de siete años, siendo la fecha límite el 29 de diciembre del 2005. Sin embargo, podría extinguirse antes de dicha fecha en caso se produzca algún evento de aceleración.

A la fecha se han realizado dos emisiones, ambas con una serie única y *bullet* a cuatro años, cuyos intereses son pagados trimestralmente. La primera emisión fue por US\$15 millones, emitida el 10 de diciembre de 1999, a una tasa efectiva anual de 7.96875%, la cual ha sido íntegramente pagada en su fecha de vencimiento. La segunda emisión fue por US\$4.0 millones, emitida el 11 de setiembre del 2001, a una tasa efectiva anual de 7.21875%.

Fundamento

La clasificación se sustenta en el nivel de coberturas con que cuenta la emisión. Para el cálculo de las mismas, se ha considerado un *stress* de pérdidas para un escenario AAA. Bajo este escenario, se requirió un nivel de **cobertura mínima del 14.0%** del valor nominal de las cuentas por cobrar elegibles neto de los excesos de concentración. Cabe señalar, que dicha cobertura también permite cubrir los eventuales gastos de comisión por servidor alterno así como otros gastos que tendría que asumir el patrimonio, en el caso que el Originador entre en quiebra (dichos gastos actualmente son asumidos por éste). La estructura cuenta con un periodo revolvente (los bonos son emitidos a un plazo no mayor a 5 años, mientras que las cuentas por cobrar tienen un periodo promedio de cobranza que fluctúa entre 90 y 100 días) y el producto de las cobranzas se utiliza en la compra de nuevas cuentas por cobrar, por lo que se ha establecido **una cobertura dinámica** que permite ajustar el requerimiento de la cobertura mínima ante un incremento importante en la morosidad del portafolio, respecto a la evolución histórica. La cobertura finalmente requerida será la mayor de las dos. Adicionalmente, se han considerado eventos de aceleración que permiten reducir el tiempo en el que están expuestos los inversionistas por el deterioro en la calidad crediticia del portafolio.

Al 31 de diciembre del 2004, el valor nominal de las cuentas por cobrar cedidas por Ferreyros ascendió a US\$20.0 millones, equivalente a 5.0x el saldo de los bonos. De acuerdo con la evolución del portafolio, el nivel de cobertura requerido para alcanzar el máximo *rating* (AAA) es US\$2.5 millones, estando la cobertura disponible muy por encima de dicha cantidad (US\$14.0 millones). Cabe señalar que dicho monto no incluye cartera por US\$1.8 millones, correspondiente al exceso de concentración. Sin embargo, este exceso corresponde a un cliente de bajo perfil de riesgo crediticio perteneciente a la gran minería, por lo que de considerarse dicha cartera, el superávit de la cobertura sería aún mayor.

El exceso de coberturas con que cuenta el PFF se explica por la cancelación de la primera emisión por US\$15.0 millones en diciembre del 2003. Cabe señalar que con la constitución de este Patrimonio, Ferreyros se comprometió a ceder al Patrimonio la totalidad de las cuentas por cobrar de repuestos y servicios que origine hasta que éste se liquide; por lo tanto, en la medida que el PFF no emita nuevos valores, el PFF continuará contando con un importante excedente de activos. El pasado 9 de enero del 2004 se renovó por dos años más el Primer Programa de Bonos Titulización BTF 1998-0 y con ello la posibilidad de realizar nuevas emisiones de bonos.

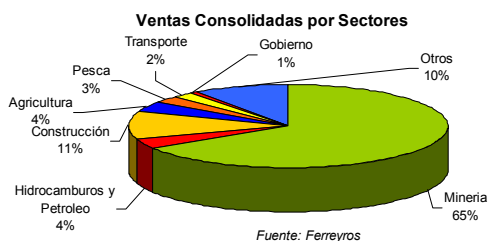
■ Originador: Ferreyros

Ferreyros es la empresa líder en venta de bienes de capital con presencia a nivel nacional. Está presente en casi todos los sectores económicos, protegiéndose del riesgo latente de comportamientos irregulares de algunos mercados de la economía.

Su objetivo es consolidar su posición como la empresa líder de ventas de bienes de capital del país, atendiendo a todos los sectores económicos a nivel nacional, así como a los diferentes clientes: grandes, pequeños y medianos. Como ventaja diferencial destaca la oferta de productos de calidad y un excelente servicio posventa. Dicho servicio le permite garantizar el éxito en las ventas de maquinaria pesada y equipos que ha logrado hasta el momento. Asimismo, cuenta con una gran variedad de productos; y un adecuado *stock* de repuestos, que le permite dar una respuesta rápida a sus clientes.

Ferreyros es el representante exclusivo en el Perú de la marca Caterpillar, la misma que sigue siendo su principal producto explicando el 90% del total de sus ventas en maquinaria, motores, repuestos y servicios y alquileres. Adicionalmente, Ferreyros cuenta con otras representaciones de marcas tales como Massey Ferguson para la venta de tractores agrícolas, Ingersoll Rand para equipos de perforación y compresoras, Kenworth para camiones pesados, Chevrolet para camiones ligeros; y Zaccaria para molino de arroz. Además, obtiene ingresos por la venta de repuestos y servicios; y, por el alquiler de maquinarias y equipos. En 1994, la Compañía inició el negocio de alquiler y venta de equipo usado.

A diciembre 2004, las ventas de Ferreyros estuvieron dirigidas principalmente hacia los sectores de minería, construcción, e hidrocarburos, tal como se muestra en el gráfico.



La alta participación que tiene Ferreyros en el sector minero es el resultado del liderazgo que tienen sus marcas que comercializa en el parque de máquinas y camiones mineros. Lo anterior le ha

garantizado la demanda de repuestos y servicios que, en los últimos años, le ha permitido lograr una participación importante en la composición de las ventas de Ferreyros, siendo hoy en día su principal negocio (55% del total). Lo anterior redujo la vulnerabilidad de sus ingresos frente a las variaciones en la demanda de máquinas y equipos.

Líneas	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Caterpillar	42%	28%	29%	24%	16%	27%
Equipos	4%	6%	4%	3%	4%	3%
Automotriz	4%	4%	2%	1%	1%	2%
Rep. y serv.	28%	43%	52%	59%	65%	55%
Alquileres	10%	7%	4%	5%	4%	2%
Unidades usadas	8%	8%	4%	3%	4%	5%
Otras vtas. Subsidiarias	4%	4%	5%	5%	6%	6%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

* Incluye ventas de stock y pedido directo.

Para impulsar sus ventas, la empresa cuenta con una oficina principal en Lima, 11 sucursales en las principales ciudades del país y 6 oficinas. En la selva, Ferreyros tiene presencia a través de su subsidiaria Orvisa.

La competencia que enfrenta la empresa varía según la línea que comercializa. En maquinaria de movimiento de tierra los principales competidores son: Komatsu, Fiat, Volvo y John Deere, entre otros. En motores diesel los principales competidores son: Wartsila, Man, Detroit Diesel, Cummins, FG Wilson y Volvo. En tractores agrícolas son: John Deere y Ford New Holland. En compresoras portátiles de aire, los competidores son: Sullair y Atlas Copco. En camiones compete con Volvo, Scania, Mercedes Benz y otros. En repuestos para maquinaria Caterpillar existen varios fabricantes de repuestos no genuinos que cubren pequeños segmentos del mercado.

Al cierre del 2004, Ferreyros ha mostrado mejoras importantes en su desempeño financiero, con respecto a lo registrado en años anteriores, consolidando de esta forma un proceso de reorganización iniciada años atrás. Entre las principales mejoras se tuvo: (i) incremento de las ventas por tres años consecutivos; (ii) reducción de activos poco productivos y de lenta rotación; (iii) reducción de la deuda financiera (dentro y fuera del balance), de US\$223 a US\$138 millones entre el 2001 y el 2004; y, (iv) reducción del costo financiero de sus pasivos y mejora en los plazos de vencimiento. Todo ello permitió a la empresa mejorar sus indicadores financieros, con respecto a los del 2001, como el índice de cobertura de gastos financieros de 1.57 a 3.35x, y el apalancamiento financiero - Deuda neta / (EBITDA + IF) - de 7.61 a 3.86x.

■ Estructura

Todos los valores que se emitan en virtud del Primer Programa de Bonos de Titulización, Ferreyros, BTF 1998-01 estarán respaldados por los activos del Patrimonio Fideicometido (PF) constituido el 29 de diciembre de 1998, producto de la transferencia fiduciaria de las cuentas por cobrar de corto plazo derivadas de operaciones de venta de repuestos, servicios y alquiler de máquinas, motores, camiones y equipos de Ferreyros (Originador) a Citicorp Perú Sociedad Titulizadora (Fiduciario).

Bajo este esquema, Ferreyros cedió en propiedad fiduciaria a Citicorp, cuentas por cobrar derivadas de las operaciones de venta anteriormente mencionadas, en un primer momento, por un monto cercano a US\$23.0 millones. Asimismo, se comprometió a transferir todas las cuentas por cobrar que se generen, a partir del 29 de diciembre de 1998, desde el momento que Ferreyros emita los respectivos comprobantes de pago u otros documentos a cargo de los deudores cedidos, para que el Fiduciario las incorpore al PF y éste mantenga el dominio fiduciario sobre los mismos. Con cargo al PF, el Fiduciario realizó dos emisiones de bonos (en oferta pública), cuyos fondos fueron utilizados para la adquisición de las cuentas por cobrar, las mismas que respaldarán el pago de los bonos. El pago del capital e intereses de ambas emisiones se hacen en igual orden de preferencia y de acuerdo al orden de prelación establecido en el Acto Constitutivo.

Dado que los bonos fueron emitidos un plazos no mayor a 5 años, y considerando que las cuentas por cobrar tienen un periodo promedio de cobranza que fluctúa entre 90 y 100 días, existe un *periodo revolvente* durante el cual, el producto de la cobranza de las cuentas por cobrar se utiliza, luego del pago de ciertos gastos (impuestos y reservas) en la compra de nuevas cuentas por cobrar; siempre y cuando, no se produzca uno o más eventos de aceleración; así como si el importe depositado en la cuenta de recaudación, luego de deducir los gastos del PF, no exceda del 5% del saldo del principal de los bonos por más de 90 días.

De acuerdo con lo estipulado en el Acto Constitutivo, las nuevas emisiones no podrán afectar en forma negativa a la clasificación de riesgo de las anteriores emisiones, y la clasificación de las nuevas emisiones deberá ser igual o mejor a la clasificación original de la

primera emisión. Por lo tanto, en la medida que el PF cuente con los activos suficientes que permitan cumplir con las coberturas requeridas para mantener el *rating* de AAA, éste podrá realizar nuevas emisiones, siendo el monto máximo a emitir US\$45.0 millones.

Ferreyros se obliga a realizar las funciones de servidor de la cartera de créditos. El servidor se encarga de la cobranza, del seguimiento de los créditos y de la ejecución de garantías en el caso de incumplimiento de obligaciones. Los clientes cedidos pueden cancelar directamente al servidor o a una cuenta especial que pertenece al PF. El Servidor transfiere el producto de la cobranza de los créditos a la Cuenta de Recaudación de propiedad del PF. No obstante, mientras Ferreyros realice las funciones de Servidor, éste podrá usar el flujo de las cobranzas para cancelar las cuentas por pagar a Ferreyros del PF por la adquisición de nuevas cuentas por cobrar. Cabe señalar, que las cuentas por cobrar serán adquiridas por el PF con un factor de descuento suficiente que cubra los gastos del PF así como los intereses de los bonos.

Por lo anterior, mensualmente, el Servidor sólo deberá abonar a la cuenta de recaudación el monto equivalente a un tercio del cupón trimestral de intereses devengados así como el monto para el pago de impuestos y otros gastos del Patrimonio.

Con cargo a la cuenta de recaudación, el Fiduciario transferirá los fondos necesarios a la cuenta Fondo de Pago para cumplir con los intereses trimestrales. La amortización del capital se realizará al vencimiento de acuerdo a una prelación de pagos. La cuenta Fondo de Pago no forma parte de los activos del Patrimonio, ya que los fondos depositados en ella son para beneficio exclusivo de los titulares de los bonos.

Para el pago del principal de los bonos, 12 meses antes de su vencimiento se realizará un cálculo para determinar el número de depósitos mensuales (equivalente al número entero siguiente al que resulte del producto de: 1.5x el periodo medio de cobranza y 12) que deberá realizar el Servidor en la cuenta de recaudación, para acumular los fondos necesarios para el pago de los bonos.

Características de las emisiones

Con cargo al PF, se han emitido dos emisiones hasta la fecha. La primera emisión por US\$15.0 millones fue emitida el 10 de diciembre de 1999, a una tasa efectiva anual de 7.96875%; y la segunda emisión fue por US\$4.0 millones, emitida el 11 de setiembre del 2001, a una tasa efectiva anual de

7.21875%. Ambas emisiones pagan intereses trimestrales. El capital, en ambas emisiones, es amortizado al final del cuarto año contado desde la fecha de emisión.

El 10 de diciembre del 2003, venció la primera emisión; mientras que la segunda vence el 11 de setiembre del 2005.

Cabe mencionar, que según los cálculos realizados, en noviembre 2002, para la cancelación de la primera emisión, Ferreyros tuvo que realizar cuatro depósitos mensuales de US\$3.75 millones cada uno al PFF, entre los meses de agosto y noviembre 2003. Por lo anterior, durante ese periodo, Ferreyros, en su calidad de Servidor, dejó de retener el 100% de los fondos cobrados entregando al patrimonio los depósitos periódicos para la constitución del fondo de pago de la primera emisión.

A partir de diciembre 2003, Ferreyros nuevamente viene reteniendo el 100% de las cobranzas, situación que se mantendrá hasta que se comience a acumular los fondos necesarios para amortizar la segunda emisión, de acuerdo al siguiente cronograma:

Retención de Flujos	
Fecha	Monto (US\$ miles)
Jun-05	1,333.3
Jul-05	1,333.3
Ago-05	1,333.3

Fuente: Citicorp

■ Coberturas requeridas

El pago de los bonos depende de las cobranzas de las cuentas por cobrar cedidas. Una pérdida originada por el incumplimiento de obligaciones por parte de los deudores cedidos podría afectar la amortización total de la emisión. Dicho riesgo crediticio es salvado en la medida que la transacción cuente con coberturas que permitan cubrir las posibles pérdidas de la cartera titulizada.

Otro riesgo inherente a la estructura de la emisión, es el “riesgo de *commingle*”, riesgo que se podría incurrir en caso que el servidor no transfiera los fondos recaudados de las cobranzas. Cabe resaltar que muchas emisiones en Latinoamérica tienen inherente este riesgo, ya que aún no existen empresas especializadas en realizar servicios de cobranza. La Clasificadora considera que tal riesgo es atenuado considerando la clasificación que tiene el servidor en el mercado. En caso la clasificación del servidor llegue a niveles por debajo del “grado de inversión” local, BBB(pe), la Clasificadora

considera que la transacción podría incurrir en mayores riesgos, por lo que sería necesario tomar mayores niveles de cobertura o cambiar al servidor. No obstante, la disminución de la clasificación del originador por debajo de “A-(pe)” constituye un evento de aceleración.

La clasificación de la deuda de Largo Plazo emitida por el Originador, a la fecha de elaboración del reporte, es de categoría “A (pe)”, mientras que la clasificación de corto plazo es de CP2+ (pe), el cual fue mejorado de CP2 (pe) en agosto 2003 por Apoyo & Asociados.

La clasificación de los instrumentos emitidos a través de procesos de titulización depende de las coberturas (*enhancements*) del que dispongan las emisiones, y que a su vez permitan absorber el riesgo crediticio u otros factores. Apoyo & Asociados ha considerado la metodología de la combinación de *stress*, internacionalmente aplicada. Bajo este esquema, la clasificación depende de la cobertura de las pérdidas, la cual corresponde a un múltiplo de las pérdidas históricas del originador.

Debido a que la estructura cuenta con un periodo revolvente, se han establecido dos tipos de cobertura: una cobertura mínima y una cobertura dinámica. Ambas coberturas buscan eliminar el riesgo crediticio, por lo que fueron calculadas en función a la probabilidad de pérdida que se espera tendrá el portafolio sobre la base del comportamiento histórico de las cuentas por cobrar del originador, asumiendo un escenario crediticio adverso de AAA.

El tamaño de la cobertura dinámica se ajustará inmediatamente para reflejar cualquier deterioro en el comportamiento del portafolio, con el fin de garantizar que, en todo momento, el monto de las cuentas por cobrar elegibles sea suficiente para garantizar el pago oportuno de los bonos.

De acuerdo con el análisis histórico de las cobranzas mensuales, se estableció como *proxy* de pérdidas al promedio de los tres últimos coeficientes resultantes de dividir aquellos comprobantes de pago que presenten una morosidad entre 211 y 240 días y aquellas letras entre 91 y 120 días, entre las ventas mensuales realizadas en el mes noveno precedente.

La evaluación de los *proxys* de pérdidas de la cartera determinó el establecimiento de una cobertura mínima equivalente al 14.0% del valor nominal de las cuentas por cobrar elegibles, neto de los excesos de concentración, la cual considera

un *stress* de pérdidas para un escenario AAA. Dicha cobertura también considera los eventuales gastos de comisión por servidor alterno y/u otros gastos que debe asumir el patrimonio en caso el originador entre en quiebra (gastos que actualmente son asumidos por éste).

De otro lado, se ha establecido una **cobertura dinámica** con el fin de que cualquier desviación en el desempeño del portafolio sea corregida mediante: (i) un incremento inmediato en el monto de coberturas requeridas; o, (ii) el inicio de un periodo de amortización acelerado en caso de no contar con las coberturas requeridas. El utilizar un *proxy* de pérdidas “temprano”, el cual es un porcentaje superior al estimado histórico promedio de pérdidas (calculado sobre la base del análisis de provisiones), en combinación con la cobertura mínima planteada, asegura un nivel de coberturas adecuado aún bajo un escenario adverso AAA.

La cobertura dinámica (CD) será calculada en forma mensual de la siguiente forma:

$CD = 2.5$ (mayor de los últimos tres estimados de pérdidas) \times (valor nominal de las cuentas por cobrar elegibles – excesos de concentración) + saldo del principal de los bonos \times periodo medio de cobranza \times tasa de interés de los bonos.

Cabe recordar, que las cuentas por cobrar titulizadas, por lo general, no generan intereses (facturas y letras), por lo que las coberturas requeridas deberán cubrir tanto el capital como los intereses de los bonos.

Si bien el segundo sumando de la cobertura dinámica cubre el pago de los intereses de los bonos, se ha establecido otra cobertura en forma de *cash collateral* que permite cubrir este concepto. Esta cobertura la constituye la **cuenta de reserva**: depósito que deberá abonar el originador en la fecha de la emisión de los bonos por un monto equivalente al 2% del valor nominal de los bonos emitidos; depósito que se mantendrá hasta la cancelación de los bonos.

■ Eventos de Aceleración:

Con el fin de mitigar el riesgo al que están expuestos los inversionistas por el deterioro en la calidad crediticia del portafolio durante el periodo de vigencia de los bonos, la presente estructura ha establecido una serie de eventos (*triggers*) que, de ocurrir, generarían una amortización anticipada de los bonos. Entre los principales eventos se tiene:

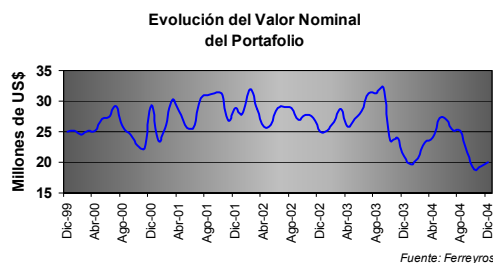
1. Si el *rating* de uno o más bonos es menor a AA- (pe).
2. A partir de febrero del 2000, los depósitos mensuales a la cuenta de recaudación de los deudores cedidos no deberán ser menores al 30% de las cobranzas mensuales de las cuentas por cobrar.
3. El saldo del principal de los bonos menos el saldo en la cuenta de recaudación menos el saldo en la cuenta de reserva es mayor o igual al importe base (cuentas por cobrar elegibles menos cobertura requerida menos excesos de concentración).
4. El valor nominal (VN) de las cuentas por cobrar con problemas es mayor al 10% del valor nominal del portafolio.
5. El periodo medio de cobranza es mayor a 0.60 años.
6. El Originador pierde la representación para la distribución de la marca Caterpillar.
7. Si el ratio de endeudamiento trimestral del Originador es mayor a 3.2x.
8. El ratio de cobertura de intereses trimestral del Originador es menor a 1.5x.
9. Si el patrimonio del Originador es inferior a S/. 175.0 millones.
10. La clasificación de riesgo del originador es menor a A- (pe).
11. El Originador por voluntad propia o de terceros es declarado en insolvencia.

■ Evaluación del Portafolio

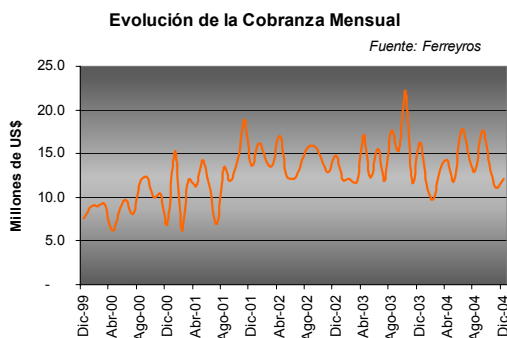
Al 31 de diciembre del 2004, el saldo (valor nominal) de las cuentas por cobrar transferidas fue de US\$20.0 millones, 5.0x el saldo de los bonos emitidos. Estas cuentas tienen su origen en operaciones de venta de repuestos, servicios y alquiler de máquinas, motores, camiones y equipos. La marca Caterpillar representó alrededor del 92% del portafolio.

Respecto al saldo del cierre del 2003 (US\$21.0 millones), se aprecia una disminución de 4.8% del portafolio. Dicho comportamiento responde al menor volumen de ventas de repuestos y servicios, como consecuencia de la demora en la entrega de componentes por parte de algunos clientes; así como a la menor demanda de maquinaria en

alquiler debido a la conclusión de los trabajos de un contratista en Camisea.



El saldo de las cuentas por cobrar depende también de las cobranzas que se realizan mensualmente, ya que el retraso de algunos clientes puede incrementar el saldo de las mismas. La cobranza promedio, desde diciembre 1999 hasta diciembre 2004, fue de US\$12.8 millones al mes. En dicho período, el monto mínimo cobrado fue de US\$6.2 millones, en abril 2000 y febrero 2001; por otro lado, el monto máximo fue de US\$22.2 millones, en octubre 2003.



Por otro lado, las ventas del Originador (Ferreyros) han tenido un crecimiento constante en los últimos años, debido a las ventajas competitivas que posee:

1. *Liderazgo en las ventas de maquinaria y equipo en el Perú.*- La venta de repuestos y servicios está directamente relacionada con el stock existente de maquinaria y equipo. Ferreyros mantiene el liderazgo en este mercado a través de la distribución exclusiva de la marca de Caterpillar, la cual posee una cuota de mercado del 74% del parque minero de camiones, garantizando de esta forma la demanda de repuestos y servicios.
2. Experiencia y tecnología de punta para la prestación de servicios de mantenimiento y reparaciones; y,
3. Presencia a nivel nacional.

Del total del portafolio titulizado, aproximadamente el 7.2% se encuentra incorporado en letras de cambio y el resto en comprobantes de pago y sus documentos complementarios. Por lo general, las cuentas por cobrar tienen como fecha de vencimiento el mes siguiente de haberse emitido el comprobante de pago, sin embargo, el periodo promedio de cobranza fluctúa entre 90 y 100 días.

A continuación se muestra la distribución del portafolio según línea de productos:

Cuentas por Cobrar por Línea de Producto		
Líneas	VN (US\$ MM)	%
Servicios Minería	8.6	43%
Repuestos Caterpillar	6.5	33%
Servicios Caterpillar	3.5	17%
Alquileres	0.7	3%
Otros	0.8	4%
Total	20.0	100%

Fuente: Ferreyros

La línea de servicios minería está compuesta por el servicio de las máquinas Caterpillar vendidas a la gran minería; sin embargo, son reclasificadas como línea aparte debido a que dicho servicio se suele realizar, mayormente, vía contratos MARC (*Maintenance and Repair Contracts*), en los cuales el Originador asume la total responsabilidad del mantenimiento y reparaciones de los equipos bajo contrato, garantizando su disponibilidad.

Al 31 de diciembre del 2004, los 15 principales clientes representaron el 80.8% del portafolio, concentración superior a la del 2003 (78.1%). Entre los principales clientes se tiene a las principales empresas mineras, constructoras y contratistas del país, cuyas operaciones demandan un uso intensivo de maquinaria y equipo. Por lo anterior, el portafolio está concentrado en el sector minero con una participación del 70.8%, seguido por contratistas con 11.1%, pesca con 4.6% y construcción con 6.5%.

De acuerdo con las características mencionadas de las cuentas por cobrar se pueden apreciar los siguientes riesgos:

(i) *Dependencia de la marca Caterpillar:* Si bien aproximadamente el 90% de las ventas del Originador corresponde a la línea Caterpillar, este riesgo es atenuado por la estrecha y estable relación que tiene Ferreyros con Caterpillar desde 1942. Asimismo, cabe señalar que el promedio de antigüedad de los distribuidores de Caterpillar en el mundo es de aproximadamente 50 años, siendo política de Caterpillar generar relaciones estrechas y duraderas, así como promover el desarrollo de sus distribuidores. Otro hecho importante es el

constante respaldo financiero de Caterpillar a Ferreyros, siendo a diciembre 2004, el principal proveedor de fondos (44.7% del total de la deuda financiera de Ferreyros).

Debido a que existe un periodo revolvente en la estructura, y siendo Caterpillar el principal producto, cualquier ruptura comercial entre Ferreyros y Caterpillar podría originar una disminución en la generación de las cuentas por cobrar. Con el fin de atenuar este riesgo se ha establecido como evento de aceleración de la amortización de los bonos (es decir, se termina con el periodo revolvente y todas las cobranzas son aplicadas a amortizar los bonos) a la pérdida, por parte del Originador, de la representación para la distribución de la línea Caterpillar.

(ii) Concentración de la cartera por clientes y sectores. Si bien existe una alta concentración en los principales clientes, este riesgo es mitigado si se tiene en cuenta la calidad de los deudores, los cuales representan a las principales empresas mineras, constructoras y contratistas del país, quienes cuentan con un amplio respaldo tanto patrimonial como tecnológico.

De acuerdo con las principales características que deben cumplir las cuentas por cobrar, plasmadas en el Acto Constitutivo, se tiene que ningún deudor debe representar más del 25% del valor nominal de las cuentas por cobrar. No obstante, con el fin de atenuar el riesgo de concentración, se ha excluido para el cálculo de las cuentas por cobrar elegibles, los excesos de concentración, definidos como el valor de las cuentas por cobrar elegibles de un deudor cedido por encima del 9% del valor nominal del total de cuentas por cobrar elegibles. La concentración podría subir al 15% para algunas empresas específicas establecidas en el Acto Constitutivo (Southern Perú Copper Corporation, Sociedad Minera Cerro Verde S.A., Minera Barrick Misquichilca S.A., Minera Yanacocha S.A., Züblin Chile - Sucursal del Perú, Compañía Minera Antamina S.A., BHP Tintaya S.A.).

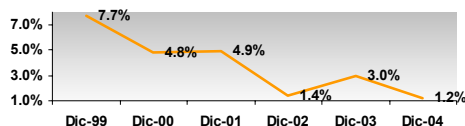
A diciembre 2004, el exceso de concentración ascendió a US\$1.8 millones, el cual corresponde a un cliente de la gran minería. El total de la cuenta por cobrar a dicho cliente fue US\$4.7 millones, (23.4% del total del portafolio) monto que excede al 15% permitido a la empresa (US\$2.9 millones), por lo que la diferencia se considera como exceso de concentración. Cabe señalar que dicho monto no forma parte de la cartera elegible, es decir, no se considera para el cálculo de las coberturas, pero

pertenece al PFF, y corresponde a una de las principales empresas mineras del país, cuyo riesgo crediticio es muy bajo.

En cuanto a la concentración por sectores, este riesgo es mitigado si se considera que la mayor parte de las ventas se realizan principalmente al contado, y, para aquellas empresas que acceden a ventas con pago diferido, su deuda corresponde más que a una deuda financiera, a un costo operativo, donde la probabilidad de impago es baja. Pueden mostrar ciertos niveles de atraso; sin embargo, dada la necesidad de los servicios, las Empresas se ven obligadas a cancelar sus deudas atrasadas ya que, ante cualquier incumplimiento en los pagos, el originador procedería a paralizar los servicios ofrecidos, lo cual implicaría una paralización en las operaciones normales de las empresas.

Lo anterior ha incidido en el buen comportamiento que vienen registrando las cuentas por cobrar. Así, la cartera no elegible (cuya morosidad es mayor a 240 días en el caso de facturas, y mayor a 120 días en el caso de letras) representó sólo el 1.2% del portafolio, continuando con la tendencia decreciente, con excepción del 2003, tal como se muestra en el gráfico.

Evolución de la Cartera No Elegible



Fuente: Ferreyros

Asimismo, el portafolio muestra una menor morosidad que el portafolio de Ferreyros (5.3% de morosidad mayor a 180 días) y que la morosidad del sistema bancario (3.8%).

Finalmente, durante el 2004, el promedio mensual de cobranzas ascendió a US\$13.5 millones, lo cual significa que ante cualquier evento de aceleración, el capital de los bonos podría pagarse en menos de un mes.

■ Coberturas actuales

Al cierre del 2004, el PFF contaba con coberturas muy superiores a las requeridas para mantener el rating de AAA(pe).

Así, mientras la cobertura requerida para alcanzar una categoría de AAA asciende a US\$2.5 millones (equivalente a la cobertura mínima), la cobertura disponible (VN – cartera no elegible – excesos de

concentración - Bonos), resultó muy superior, US\$14.0 millones, tal como se muestra en el cuadro.

El importante excedente de cobertura se explica por el vencimiento de la primera emisión por US\$15.0 millones en diciembre del 2003. Cabe señalar que con la constitución de este Patrimonio, Ferreyros se comprometió a ceder al Patrimonio la totalidad de las cuentas por cobrar de repuestos y servicios que origine hasta que éste se liquide; por lo tanto, en la medida que el PFF no emita nuevos valores, el PFF continuará contando con un importante excedente de activos.

Cabe destacar que debido al periodo revolvente que registra la presente estructura, se incorporó una cobertura dinámica cuyo objetivo era ajustar el requerimiento de la cobertura mínima ante un incremento importante en la morosidad del portafolio, respecto a las proyecciones iniciales. Dado que desde la constitución del patrimonio, la cobertura requerida ha sido la definida como cobertura mínima, se puede inferir que el portafolio ha evolucionado dentro de las proyecciones iniciales, e incluso ha venido mejorando debido a la tendencia decreciente de la cartera no elegible

Así, durante todo el periodo de existencia del PFF, el Patrimonio se ha caracterizado por registrar coberturas por montos superiores a las requeridas para un *rating* AAA, a excepción de enero del 2003. En esa fecha, el portafolio se redujo a un nivel que ya no permitía cubrir las coberturas requeridas. Ante ese escenario, Ferreyros realizó los depósitos en efectivo necesarios en la cuenta de recaudación del PFF con el fin de no entrar en un evento de aceleración (caso en el que el Importe Base \leq Bonos - Cta. Reserva - Cta. Recaudación).

Cabe señalar que la situación anterior en ningún momento incrementó el riesgo de la presente estructura debido a: (i) el mayor ritmo de cobranza se explicó por un adelanto en los pagos efectuados por un cliente importante; (ii) algunas veces la facturación de repuestos y servicios puede presentar un desfase de uno a dos meses; (iii) de haber ocurrido un evento de aceleración, el monto promedio mensual de cobranzas permitía que los bonos se paguen en 1.4 meses; y, (iv) para el cálculo del importe base no se han considerado los excesos de concentración los cuales están ligados a clientes con muy bajo perfil de riesgo.

La situación anterior fue muy puntual. Así, a partir del mes de febrero, las facturaciones mostraron una recuperación, lo que permitió no sólo cumplir con la cobertura requerida sino también superarla.

Cálculo de las coberturas

(miles US\$)	Dic. 00	Dic. 01	Dic. 02	Dic. 03	Dic. 04
A. VN de cuentas por cobrar	29,352	28,862	25,024	23,977	19,980
B. Cuentas por cobrar elegibles	27,954	27,476	24,670	20,357	19,739
C. Cartera no elegible (1-B/A)	4.8%	4.9%	1.4%	3.0%	1.2%
D. Excesos de concentración	3,311	5,081	2,770	2,826	1,777
E. Cartera elegible - exces. (B-D)	24,643	22,395	21,900	17,531	17,962
F. Cuenta de reserva (2% de G)	300	380	380	80	80
G. Principal de los bonos	15,000	19,000	19,000	4,000	4,000
H. Cobertura dinámica requerida	2,009	1,757	2,318	836	129
I. Cobertura mínima (14% de E)	3,450	3,135	3,066	2,454	2,515
J. Cobertura actual (E-G)	9,643	3,395	2,900	13,531	13,962
K. Importe base (E-I)	21,193	19,260	18,834	15,077	15,447
L. Importe base / bonos (K / G)	141%	101%	99%	377%	386%
M. Importe base / bonos - reserva (K/(G-F))	144%	103%	101%	385%	394%
N. Cartera eleg. -exces. / bonos (E/G)	164%	118%	115%	438%	449%
N. Total cartera / bonos (A/G)	196%	152%	132%	524%	499%

Fuente: Ferreyros

PATRIMONIO EN FIDEICOMISO - D.LEG. 861, TITULO XI FERREYROS - PFF, 1998-01
BALANCE GENERAL

(En miles de nuevos soles)

ACTIVOS	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04
Caja y bancos	1,229	1,184	1,553	2,028	1,544	1,887	3,197
Cuentas por cobrar a Ferreyros	43,675	42,068	28,876	38,483	327	-	-
Activos Titulizados, neto	102,252	98,491	110,089	108,109	94,057	79,882	65,537
Otros Activos	100	96	272	325	516	344	328
Total Activos	147,256	141,839	140,790	148,944	96,444	82,113	69,062
PASIVOS Y EXCEDENTE NETO							
Cuentas por pagar a Ferreyros:	85,848	82,690	79,520	77,194	24,763	66,435	55,507
Obligaciones por Titulización	0	59,314	61,262	71,524	71,453	15,245	13,132
Otras cuentas por pagar	61,679	96	266	324	303	59	53
Total Pasivos	147,527	142,100	141,047	149,042	96,518	81,739	68,692
Excedente años anteriores	-	-	-257	-181	-97	-78	356
Excedente del Ejercicio	-270	-261	-	84	24	451	14
Total Pasivo y excedente neto	147,256	141,839	140,790	148,944	96,444	82,113	69,062

REPORTE DE CUENTAS POR COBRAR
FIDEICOMISO - D. LEG.861, TITULO IX FERREYROS - PFF, 1998-01

(En miles de US\$)	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04
NO VENCIDO	13,246	11,649	12,110	11,386	12,491	13,148
1-30 DIAS	6,644	6,826	7,484	3,978	3,796	4,465
31-60 DIAS	1,547	1,227	960	771	441	427
61-90 DIAS	537	366	288	290	122	338
91-120	509	369	185	258	36	156
121-150	347	535	176	47	-58	-116
151-180	152	152	165	102	29	28
181-210	313	88	36	58	15	21
211-240	203	102	39	(4)	8	18
241-270	178	124	24	15	11	8
271-300	147	12	75	4	10	4
301-330	252	15	28	4	(7)	5
331-360	194	6	22	8	0	0
Más de 360	750	318	464	92	163	34
Total Facturas	25,019	21,789	22,056	17,009	17,057	18,536
LETRAS						
NO VENCIDO	-	4,783	4,511	6,333	2,652	819
1-30 DIAS	-	1,279	1,449	941	692	142
31-60 DIAS	-	347	106	246	80	143
61-90 DIAS	-	185	45	104	39	141
91-120	-	77	92	60	23	9
121-150	-	101	86	68	10	8
151-180	-	61	52	37	50	7
181-210	-	57	60	37	23	10
211-240	-	87	61	29	32	6
241-270	-	69	10	23	59	9
271-300	-	68	27	8	0	96
301-330	-	59	5	3	-	3
331-360	-	14	6	8	224	5
Más de 360	-	376	316	119	36	46
Total Letras	-	7,563	6,827	8,016	3,920	1,444
TOTAL (FACTURAS + LETRAS)	25,019	29,352	28,882	25,025	20,977	19,980
MOVI. CTA. X COBRAR						
SALDO INICIAL	22,573	22,296	26,798	27,216	24,051	19,318
FACTURACION	9,268	11,478	11,908	10,252	12,065	12,837
ADICIONES	3,864	3,760	3,802	2,391	1,099	-
CANJES	-3,010	-1,229	-	-	-	-
PAGOS	(7,624)	(6,952)	(13,625)	(14,834)	(16,238)	(12,174)
VALOR NOMINAL CTA. X COBRAR	25,019	29,352	28,882	25,025	20,977	19,980
COMPOSICION DE LAS CUENTAS POR COBRAR						
CUENTAS POR COBRAR ELEGIBLES	23,087	27,954	27,476	24,670	20,357	19,134
CUENTAS POR COBRAR CON PROBLEMAS	287	180	131	66	30	27
CUENTAS POR COBRAR CON PROBLEMAS / CUENTAS POR COBRAR %	1.15%	0.61%	0.45%	0.26%	0.15%	0.13%
COBERTURA MINIMA	3,232	3,450	3,135	3,062	2,454	2,430
COBERTURA DINAMICA	3,185	2,009	1,757	2,318	836	129
COBERTURA REQUERIDA	3,232	3,450	3,135	3,062	2,454	2,430
EXCESO DE CONCENTRACION	-	3,311	5,081	2,770	2,826	1,777
IMPORTE BASE	19,855	21,192	19,259	18,749	15,077	14,927

ANTECEDENTES

EMISOR:	Patrimonio en Fideicomiso D.Leg No 861, Título XI, Ferreyros PFF, 1998-01
Fecha de Constitución:	29 de diciembre de 1998
FIDUCIARIO:	Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A.
Domicilio legal:	Canaval y Moreyra 480 San Isidro
Fecha de Constitución:	29 de Agosto de 1997
Capital Social:	S/. 3,193 miles
Accionista:	Citicorp Perú S.A. Sociedad Agente de Bolsa (100%)
Gerente General:	Rafael Cárdenas
Factor Fiduciario:	Rafael Cárdenas
ORIGINADOR:	Ferreyros S.A.A.
Domicilio legal:	Av. Industrial 675 - Lima
RUC:	20100027292
Teléfono:	336-7070
Fax:	336-6713
Capital Social:	S/. 266,178 miles
SERVIDOR:	Ferreyros S.A.A.
Domicilio legal:	Av. Industrial 675 - Lima
RUC:	20100027292
Teléfono:	336-7070
Fax:	336-6713
Capital Social:	S/. 266,178 miles

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución CONASEV N° 074-98-EF/94.10, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los instrumentos emitidos con respaldo al patrimonio fideicometido **Patrimonio en Fideicomiso-D.Leg. 861, Título XI, Ferreyros PFF, 1998-01**:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
Valores que se emitan en virtud del Primer Programa de Bonos de Titulización, Ferreyros, BTF 1998-01 (Por un monto hasta por US\$45,000,000)	Categoría AAA (pe)

Definiciones

CATEGORÍA AAA (pe): Corresponde a la mayor capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros, reflejando el más bajo riesgo crediticio. Esta capacidad es altamente improbable que sea afectada adversamente por eventos imprevistos.

** La clasificación que se otorga al presente valor no implica recomendación para comprarlo, venderlo o mantenerlo.*