I. ASPECTOS BÁSICOS

La calificación de riesgo de valores de titularización, como la de todo instrumento de deuda, es una opinión sobre la probabilidad que dicho título sea pagado en tiempo y forma, conforme con lo prometido en el contrato de titularización. Estos valores tienen como fuente exclusiva o principal de repago los flujos de caja de los activos que conforman el colateral. Así, la calificación difiere sustancialmente de la tradicional, en que la fuente de repago es la capacidad de pago de la empresa emisora.

En el Gráfico 1 se observa en forma simplificada la metodología de calificación de valores de titularización.

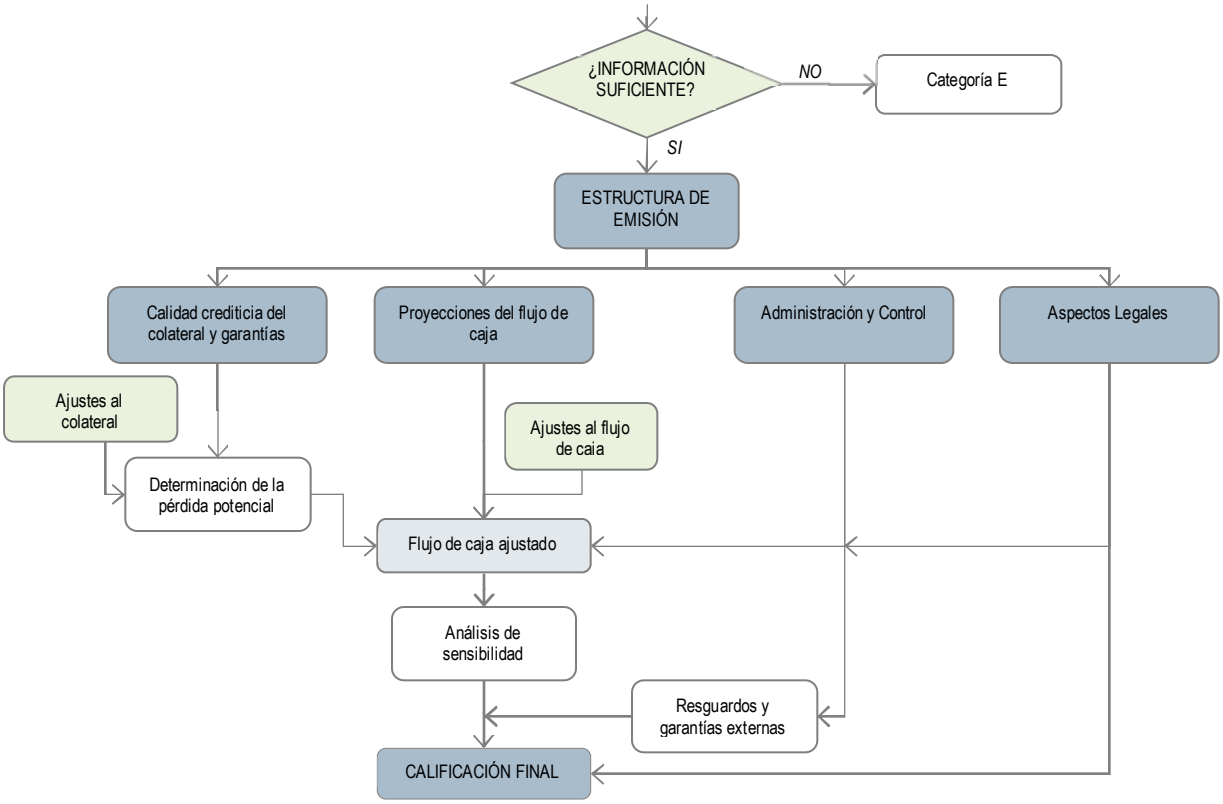
Uno de los principales elementos en la calificación de riesgo es la oportunidad de los pagos. Si un bono se atrasa en un determinado momento en una cuota, automáticamente se considera en *default* y su calificación pasa a la categoría D (la más baja). Esto no significa necesariamente que los acreedores perderán algo, sino que no se está cumpliendo a cabalidad con lo prometido. Bien puede ser que existan prendas y otras garantías que, al ejecutarse, hagan que los acreedores recuperen todo lo contractualmente prometido y no experimenten pérdidas.

Feller Rate realiza previamente una evaluación de la calidad de la información de la que dispone para realizar la calificación. Cuando ésta se considera insuficiente, o bien no relevante, Feller Rate asigna a los títulos titularizados la categoría E.

El proceso general de calificación consta de las siguientes etapas:

- Estructura de emisión: Revisión general de la emisión que permita identificar claramente las variables de riesgo de la estructura. Para ello, se identifica el tipo de activos que forman el colateral; las características y el grado de concentración de los activos; las garantías; los agentes involucrados y su grado de participación en la estructura; y las proyecciones del flujo de caja.
- Calidad crediticia del colateral y garantías: Evaluación esencialmente cualitativa que se realiza con el fin de identificar las pérdidas potenciales de la cartera de activos ante posibles escenarios de crisis.
- Administración y control: Análisis de la capacidad del administrador de los activos para desempeñar sus funciones conforme con sus obligaciones, y del control sobre el desempeño de la cartera.
- Proyecciones del flujo de caja.

PROCESO DE CALIFICACIÓN DE RIESGO



Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

- Aspectos Legales. El conjunto de documentos legales de la transacción debe ser consistente con la estructura de emisión planteada.
- Calificación Final. Feller Rate preparará un informe y comunicado de prensa para la divulgación de la calificación. El informe es entregado a la Superintendencia de Mercado de Valores para el conocimiento de la calificación y sus fundamentos. La información contenida en el comunicado de prensa e informe es pública y su divulgación cuenta con autorización expresa del emisor (sociedad titularizadora).

  El informe de calificación deberá ser actualizado de acuerdo con la normativa.

II. CALIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA

La metodología de calificación de valores producto de titularización aborda únicamente valores de contenido crediticio, respaldados por activos existentes o flujos futuros, emitidos a través de vehículos de propósito especial (patrimonio autónomo, separado del patrimonio del emisor). Las calificaciones de valores de contenido patrimonial o mixtos se realizan al amparo de la metodología de calificación de Fondos o Fideicomisos.

1. ESTRUCTURA DE EMISIÓN

Se analizan las características generales de la emisión, tipos de activos que forman el colateral, grado de concentración del colateral, garantías y resguardos, agentes involucrados, contratos y flujos de caja base. Esto permite tener una visión global de la estructura de la emisión y de las variables de riesgo que deben ser observadas, dentro del marco regulatorio respectivo.

Para cada categoría de calificación se establecen los supuestos sobre el comportamiento de estas variables en escenarios de crisis. Los supuestos generan ajustes que pueden afectar los ingresos generados por los activos que forman el colateral o directamente los flujos netos de caja del vehículo de titularización.

2. CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTÍAS

En esta etapa se analiza el grado de certidumbre en el pago de los activos que forman el colateral, con el fin de proyectar los flujos de ingresos y el nivel de riesgo asociado a los originadores de los instrumentos de préstamo o activos.

Para ello, un elemento previo a considerar es el grado de concentración de los activos que forman el colateral. En general, los colaterales conformados por activos concentrados en uno o pocos deudores u otros generadores de ingresos primarios, se evalúan individualmente, mientras en los portafolios diversificados la evaluación es de tipo actuarial.

En el caso de titularización de activos concentrados el colateral, frecuentemente, está conformado por flujos generados por empresas que tienen condiciones dominantes de mercado o tienen contratos de largo plazo con clientes con buena calificación de riesgo. Según el tipo de estructura diseñada, el análisis de riesgo de este tipo de carteras puede recaer en la capacidad de pago de las empresas generadoras de los flujos o en la de sus clientes.

— 2.1. PROCESO DE ORIGINACIÓN

La evaluación de la calidad crediticia del colateral, así como el énfasis que se le dará al originador y al proceso de originación, dependerá del tipo de activo titularizado.

En la evaluación del proceso de originación son revisados, entre otros aspectos, los antecedentes generales de la empresa, la preparación profesional de sus ejecutivos, la situación financiera, los volúmenes de negocios, los recursos con que cuenta y las proyecciones de desarrollo futuro. Además, son considerados en la evaluación la política crediticia, su formalización en manuales, su correspondencia o adecuación al marco legal y el proceso de aprobación de las operaciones. En el caso de portafolios grandes es comprobada la consistencia del proceso de originación con las políticas, haciendo un muestreo aleatorio de algunas operaciones concretas, generalmente a través de la revisión de carpetas.

— 2.2. CARACTERÍSTICAS DE LA CARTERA

La cartera de activos a titularizar es analizada en su conjunto, buscando las características que la distinguen. Si el portafolio está concentrado en unos pocos activos, se hace una revisión individual de cada activo. Lo mismo sucede cuando el colateral está conformado por derechos sobre obligaciones o préstamos de uno o pocos deudores.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Si el portafolio está compuesto por activos homogéneos y está suficientemente diversificado, se identifican las características que pueden ser relevantes para un análisis de riesgo de tipo probabilístico o actuarial.

2.3. GARANTÍAS Y PRENDAS

En la mayoría de los casos existen garantías y prendas que respaldan los préstamos que forman parte del colateral del vehículo de titularización. Estas pueden tomar la forma de garantías hipotecarias, estatales, bancarias o de terceros.

Si el colateral está formado por uno o pocos activos que tienen garantías o prendas de algún tipo, Feller Rate considera en las proyecciones de flujo de ingresos, únicamente aquellos activos que en forma individual tengan una calificación mayor o igual a la del vehículo de titularización. En este caso, las garantías que no sean líquidas no se consideran en las proyecciones.

Un segundo caso es el de grandes portafolios con préstamos homogéneos y diversificados. En este tipo de colaterales, Feller Rate realiza un análisis actuarial, estimando un porcentaje de incumplimientos de pago y recuperaciones diferidas por liquidación de garantías. Para ello, se calcula para cada categoría de riesgo:

- La probabilidad de no pago de los préstamos o probabilidad de default;
- El plazo de recuperación de garantías o ejecución de las mismas;
- La pérdida probable por caída del valor de las garantías y los costos asociados a su liquidación;
- Garantías externas: estatales, del originador, de terceros.

Estas estimaciones dependerán de las condiciones del contrato de préstamo, del marco legal y de las características propias de las garantías. En el caso de garantías reales, las principales variables analizadas son:

- La evolución histórica, la situación y las proyecciones de precios de las garantías;
- La estabilidad y factores que provocan volatilidad de precios;
- Elasticidad-precio de la garantía con respecto a variables macro y microeconómicas;
- Su grado de liquidez.

Además, se revisan los aspectos legales relacionados al proceso de liquidación de garantías, transferencia de títulos, deudas preferentes, quiebra de sociedades o personas naturales e instancias de apelación. También se toma en cuenta el posible impacto político-social de dichas liquidaciones.

2.4. DETERMINACIÓN DE LA PÉRDIDA POTENCIAL

La metodología de Feller Rate contempla ajustes a los flujos futuros originados por la cartera de activos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante eventuales escenarios adversos.

El proceso para la determinación de estas pérdidas potenciales se puede separar en tres etapas:

- 2.4.1. Identificación de variables relevantes

Para determinar las pérdidas potenciales, se evalúan las principales fuentes de incertidumbre en los flujos futuros originados por los activos que forman parte del colateral. Para ello se identifican las principales variables de riesgo que condicionan estos flujos futuros.

- 2.4.2. Definición de supuestos

Según el tipo de activos, y para cada categoría de riesgo, se determinan supuestos base sobre el comportamiento de las variables que se han identificado como relevantes.

Supongamos, por ejemplo, que el colateral está conformado por activos basados en ingresos de empresas de una industria específica, cuyo crecimiento depende del desempeño futuro de la economía. Feller Rate podría establecer supuestos, para cada categoría de riesgo, sobre el crecimiento futuro del PIB y sobre la elasticidad-ingreso de la demanda futura de dicha industria.

La determinación de los supuestos base se realiza mediante estudios del comportamiento histórico de pago de cada tipo de activos en diferentes situaciones de crisis, evidencias internacionales y apreciaciones cualitativas de expertos. Asimismo, y según el caso, se utiliza la información histórica que el originador es capaz de entregar respecto del comportamiento de sus activos.

La calidad de la información estadística y estudios de comportamiento de las variables relevantes en una titularización en particular, mejoran el grado de precisión de los supuestos y pueden incidir en mejores niveles de calificación.

La magnitud de los escenarios de crisis es mayor mientras más alta sea la calificación de riesgo. Así, los supuestos y ajustes correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno AA, y los asociados a éste, mayores que los de un escenario A.

- 2.4.3. Aplicación de ajustes

Los supuestos establecidos para cada categoría de riesgo están relacionados directamente al tipo de activos y a un portafolio de calidad crediticia normal o estándar.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Sin embargo, dos carteras conformadas por el mismo tipo de activos pueden tener diferente calidad crediticia. Feller Rate observa estas diferencias y aplica ajustes a los supuestos anteriormente definidos. Estos ajustes se aplican de acuerdo a las características particulares de la cartera en su conjunto o a cada activo en particular.

Así, se obtiene la pérdida potencial de la cartera de activos que servirá para calcular el flujo esperado de ingresos de cada préstamo y el de la cartera en su conjunto. La cobertura ante pérdidas potenciales de una emisión es llamada sobrecolateral.

Adicionalmente, algunas estructuras contemplan protecciones crediticias adicionales tales como: aporte inicial de capital por parte del emisor; *spread* de tasas, entre la de los valores y la de los activos; garantías líquidas de instituciones financieras que cubran los casos de *default*; formación de fondos de reserva contingentes generados mediante los mismos flujos netos de caja del vehículo de titularización; subordinación de series; garantías estatales líquidas; reemplazo de los activos en *default* por parte del originador (si tiene alta calificación de riesgo y así se determina contractualmente).

3. ADMINISTRACIÓN Y CONTROL

Feller Rate debe tener una razonable seguridad de que todas las partes involucradas en la emisión van a cumplir sus obligaciones contractuales a cabalidad. Feller Rate deberá tener una opinión de la calidad crediticia de todo agente que intervenga en forma directa en la transacción, ya sea en la administración de activos, en la administración de dineros, en respaldos o garantías crediticias o financieras. Esta opinión puede basarse en una calificación de riesgo formal o a través de una evaluación crediticia específica. En el primer caso, el agente deberá tener una calificación de riesgo acorde con lo prometido y con la transacción que se está evaluando.

Generalmente, la contratación y los reemplazos de servicios, así como los respaldos o garantías financieras, están condicionados, en el contrato de titularización, a cierto nivel de calificación de las entidades que los otorgan.

Si cualquiera de estos agentes no cumple con una calificación de riesgo apropiada, deberá establecerse un mecanismo de reemplazo por otras entidades que sí la cumplan. Lo mismo ocurre cuando, luego de la emisión, el agente cae en su calificación, por debajo de la requerida, durante la vida del bono.

Una institución sin calificación de riesgo puede eventualmente ser partícipe directo en la transacción, siempre que no otorgue un respaldo financiero, sino con otro tipo de obligaciones.

Si mantiene obligaciones financieras con el vehículo de titularización, deberá efectuarse un análisis de riesgo acorde con dichas obligaciones, en lo que respecta a montos comprometidos y plazos.

3.1. ADMINISTRACIÓN DE LOS ACTIVOS

La cartera de activos que forman el colateral debe ser administrada apropiadamente, para que los flujos por ella generados lleguen al vehículo de titularización, en los montos y condiciones estipulados al momento de la emisión.

La normativa autoriza a la titularizadora a contratar los servicios de administración a terceros, o efectuar la administración ella misma. Las obligaciones y facultades de las administradoras de carteras titularizadas se establecen mediante contratos. Estos son revisados por Feller Rate como parte de la documentación legal de la emisión.

En el caso de una cartera de préstamos, tales como préstamos hipotecarios, préstamos sociales, préstamos de casas comerciales, la evaluación de la administración deberá considerar, entre otros aspectos:

- Las políticas de cobranzas normales, prejudiciales y judiciales. Correspondencia de políticas con procedimientos efectivos; flexibilidad ante requerimientos del propietario de la cartera.
- La existencia de procedimientos formales de cobranza.
- Avisos a los deudores morosos.
- Los procedimientos de recaudación y trasferencia de fondos.
- La capacidad y flexibilidad de su estructura organizativa y de sus recursos, para cumplir con los estándares de administración de cartera comprometidos.
- Los sistemas de información con que cuenta, la frecuencia de los controles, los programas computacionales y el almacenamiento de documentos.
- El desempeño histórico de los activos bajo su administración.
- Las características y condiciones de los avances comprometidos en el contrato de administración.
- Los compromisos contractuales del administrador a recomprar o sustituir préstamos de mal desempeño o de pagar indemnizaciones, si corresponde.
- Las tarifas de los servicios de administración y los incentivos relacionados al desempeño de la cartera. El valor de la tarifa con respecto a los costos en que incurre al realizar las actividades de administración. La vigencia de las tarifas y los mecanismos de reajustabilidad.
- La situación financiera de la administradora.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

- La propiedad de la administradora. Políticas de capitalización y retiro de dividendos.
- Sistemas de respaldo de los principales documentos de la transacción, ya sean escritos o informáticos. Sistemas de seguridad en el almacenaje de estos documentos.

La titularizadora debe tener la posibilidad de sustituir al administrador sin que esto impida el pago oportuno de los cupones de los valores. Además, se debe considerar cualquier conflicto de interés que pudiera tener la administradora, y que pudiera influir negativamente en los incentivos a la ejecución transparente de sus actividades de información y control. Por lo tanto, deberá informar cualquier relación que el administrador o sus filiales, pueda tener con el o los deudores de la cartera, garantes u otros agentes involucrados en la transacción.

3.2. ADMINISTRACIÓN MAESTRA (MASTER SERVICING)

En una emisión de valores producto de titularización, la fuente principal de repago es el conjunto de activos que forman el colateral de la emisión. El desempeño que tenga el colateral dependerá, en alguna medida, de la calidad del seguimiento que se haga del comportamiento de la cartera. El control que realiza cada administrador de activos debe ser monitoreado y controlado. Este monitoreo o administración maestra puede ser contratado con terceros o realizado por la propia titularizadora.

El monitoreo del comportamiento del colateral debe ser continuo y preciso. Deben existir indicadores de desempeño de la cartera que permitan un seguimiento fácil y exacto y que puedan activar decisiones correctivas.

Para ello, la información relevante sobre el comportamiento del colateral debe ser consolidada y verificada. Luego, debe ser analizada en función de las proyecciones iniciales. De comprobarse problemas por parte de los administradores en el servicio comprometido, o que la calidad de la información enviada es inexacta, incompleta o fraudulenta, la titularizadora deberá tomar todas las medidas del caso para evitar nuevos comportamientos similares o cambiar al administrador.

En algunos casos, es preciso hacer un seguimiento al precio de mercado de los activos que forman el colateral y/o al valor de las garantías, las tarifas vigentes de otros servicios pagados por el vehículo de titularización, los cambios legales o tributarios, y otros elementos relevantes que puedan influir en los flujos de ingresos o egresos futuros.

Hay otras actividades que deben ser realizadas por la misma titularizadora, como la contratación de servicios externos y otras actividades relacionadas al cumplimiento de los contratos firmados por la titularizadora, que pueden ser realizados por ella misma o subcontratados con terceros.

Todas estas actividades deben ser centralizadas y realizadas de manera continua, con el fin de garantizar el pago de los títulos de deuda de acuerdo a lo comprometido en el contrato de titularización. De no ser así, existe el riesgo de caer en incumplimiento del contrato de titularización que podrían ser evitados. Feller Rate pone especial atención en la capacidad organizativa y de recursos de la misma titularizadora para cumplir con sus responsabilidades de seguimiento y control.

4. PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

El análisis se centra en las características de la estructura de pagos comprometidos en la emisión. Esta puede adoptar diversas formas, que son determinantes para la evaluación de los distintos instrumentos.

La normativa emitida por el regulador enmarca la operatoria y responsabilidades de los agentes que intervienen en los procesos de titularización.

La estructuración de la emisión responde, en general, a un proceso de ingeniería financiera muy cuidadoso del emisor, en el cual los ingresos netos ajustados, generados por el vehículo de titularización, se calzan con los egresos por pago de cupones de valores, manteniendo los resguardos y reservas mínimas considerados en el contrato de titularización marco.

4.1. PROYECCIÓN DE FLUJO BASE

Las características de la estructura de ingresos generados por los activos, la tabla de desarrollo de los valores emitidos y los costos estimados del vehículo de titularización, determinan las proyecciones base de ingresos y egresos.

Para garantizar la factibilidad de la emisión, los flujos acumulados al final de cada periodo, estimados sin ajustes, deben ser positivos durante la vigencia del bono. Para ello, se considera tanto la existencia de fondos de reserva como los retiros de excedentes permitidos en el contrato de titularización.

4.2. INGRESOS AJUSTADOS

A la proyección de ingresos base se le aplican las pérdidas potenciales estimadas en la etapa anterior y se proyectan nuevos flujos de ingresos originados por los activos.

En función de la estructura de la titularización en particular, se aplican supuestos adicionales sobre la forma cómo determinados escenarios de crisis pueden afectar los flujos de ingresos del vehículo de titularización.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

En los flujos de ingresos respaldados por hipotecas líquidas, también se incluyen las recuperaciones, netas de gastos, por concepto de ejecución o liquidación de garantías, producidas por eventos de *default*. Para esto, se considera un periodo predeterminado entre el evento de *default* y la recuperación por liquidación de garantías o ejecución de las mismas. Este periodo depende del tipo de activo y el monto de las recuperaciones depende del valor ajustado de la garantía en el momento de la liquidación, para cada escenario de crisis.

Los ingresos financieros producidos por los fondos de propiedad del vehículo de titularización también se incluyen en los flujos. Estos fondos pueden haber sido originados por aportes iniciales de capital; prepagos voluntarios de los préstamos y comisiones de prepagos; recuperaciones por liquidación de garantías; flujos netos acumulados; intereses acumulados; acumulación de excedentes no retirados; o por otros resguardos establecidos en el contrato de titularización.

Existe el riesgo de que los fondos no puedan invertirse a las tasas de rentabilidad estimadas al momento de emisión. Para atenuar el riesgo, el emisor puede firmar contratos de largo plazo, con entidades de alta calificación de riesgo, que le garanticen una mínima tasa predeterminada. Ante la ausencia de estos contratos, Feller Rate calcula una rentabilidad de los fondos tomando en cuenta un vector de tasas pesimista, considerando las limitaciones al tipo de inversiones especificadas en el contrato de titularización.

4.3. EGRESOS AJUSTADOS

Los egresos ajustados del vehículo de titularización están conformados básicamente por tres componentes: el pago de cupones de los valores; los costos imputables al vehículo de titularización autorizados en el contrato de titularización y que incluyen los de administración de activos; y una partida para imprevistos.

El pago de cupones de los títulos de deuda se aplica a los flujos según la tabla de desarrollo programada y condiciones establecidas en el contrato de titularización. Si en éste así se estipula, la tabla de desarrollo se ajusta a situaciones que aceleren el pago de los valores.

En el contrato de titularización se deben establecer los costos imputables al vehículo de titularización por concepto de administración de cartera, representante de tenedores de valores, custodia de activos, auditoría externa, seguros, calificación de riesgo y otros servicios. Ningún costo adicional, que no haya sido considerado en el contrato de titularización, debe ser imputable al vehículo de titularización. En éste se deben incluir los pagos actuales y máximos que serán considerados para los servicios prestados al vehículo de titularización.

La determinación de los costos por administración de los activos es un elemento importante en el análisis. Feller Rate compara la tarifa acordada con la administradora, con respecto a los gastos normales para administrar la cartera en los términos pactados, y sus posibles fluctuaciones a lo largo del tiempo. Si el administrador es reemplazado, la tarifa máxima establecida en el contrato debe ser suficientemente atractiva, para que otro administrador pueda brindar sus servicios o, en su defecto, para que la titularizadora por sí misma pueda realizar las actividades de administración, como se establece en la ley, sin disminuir la calidad de dicha administración.

A la proyección de costos se pueden aplicar ajustes, si existen indicios que los costos en el largo plazo pueden ser diferentes a los estimados. Esto, debido a la no existencia de contratos de largo plazo, o porque se presume que los costos futuros de renovación o reemplazo de prestadores de servicios del vehículo de titularización pueden ser mayores a los presupuestados.

La capacidad del vehículo de titularización de hacerse cargo de todos sus gastos es tan importante como su capacidad de cumplir con el pago de los valores emitidos. El no pago de los servicios contratados podría generar la terminación de los servicios o reclamos legales. También pueden surgir gastos legales o financieros relacionados a estos incumplimientos. Por lo tanto, Feller Rate debe asegurarse que el flujo de caja generado por los activos va a ser suficiente para cumplir con sus obligaciones. Además, es recomendable incluir una partida para imprevistos de monto determinado en función de la emisión y la volatilidad de los flujos de ingresos.

4.4. RESGUARDOS Y GARANTÍAS EXTERNAS

El marco legal define mecanismos de cobertura de los vehículos de titularización. Estos pueden ser internos – subordinación de la emisión, sobrecolateralización, excesos de flujo de caja, fondo de liquidez, cobertura de prepago – o externos. Para estos últimos, la normativa los define como recursos obtenidos de fuentes distintas del flujo de caja del activo subyacente.

Para los fondos de liquidez, en caso de que la normativa permita su retorno a quien lo constituyó, Feller Rate supondrá que se retirarán todos los excedentes hasta el máximo legal. Si existen resguardos que establecen límites a los retiros, Feller Rate supone que los retiros se harán por el máximo permitido.

Hay estructuras en las que el desempeño financiero del emisor, originador o garante, puede tener implicancias directas en las proyecciones de flujo del vehículo de titularización. En estos casos, el contrato de titularización puede contemplar algunos resguardos que limitan el riesgo asociado al comportamiento de éstos. Lo más frecuente es

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

observar que se condicione el retiro de excedentes del vehículo de titularización al cumplimiento de ciertos indicadores financieros mínimos del emisor, originador o deudor. Estos indicadores mínimos limitan la capacidad de endeudamiento, situación de liquidez o cobertura de deuda.

En el flujo ajustado se ingresan estas restricciones que condicionan el retiro de excedentes y formación de fondos de reserva.

Un tratamiento diferente recibe, dentro de la calificación de riesgo, la presencia de entidades que brindan respaldo financiero externo a la emisión y las garantías otorgadas por aseguradoras de valores.

Como se mencionó, las garantías en una emisión se evalúan sobre la base de su nivel de liquidez y la certidumbre de su cumplimiento en las condiciones pactadas. La capacidad financiera de las entidades que brindan las garantías es esencial, cuando se evalúa el riesgo de una estructura que tiene este tipo de respaldos.

El agente que brinda la garantía deberá tener una calificación de riesgo acorde con la transacción que se está evaluando. Sin embargo, en ciertas estructuras, es posible que este agente no cuente con calificación de riesgo. En tal caso, Feller Rate puede hacer una evaluación de riesgo de esta entidad, que será función de las características del compromiso de respaldo asumido y sus plazos.

4.5. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

La estructura de ingresos netos ajustados, incluidos fondos de reserva y otras garantías líquidas, debe ser suficiente para pagar cada uno de los cupones de los valores en los plazos y condiciones pactados.

Los ajustes efectuados responden a supuestos específicos sobre el comportamiento de ciertas variables relevantes en el tiempo. El desempeño de dichas variables podría diferir marginalmente de los supuestos para el escenario de crisis analizado. Además, pueden existir variables que, a pesar de no ser relevantes y por ello no haber sido consideradas en los ajustes, podrían tener cierto impacto negativo en los flujos. En consecuencia, Feller Rate realiza un análisis de sensibilidad de dichas variables.

La determinación de la profundidad de las sensibilizaciones estará en relación con la calificación de riesgo evaluada.

5. ASPECTOS LEGALES

Luego de haber analizado la estructura de la emisión, las características del colateral y haber hecho las evaluaciones de flujo de caja, Feller Rate revisa cuidadosamente los antecedentes legales que formalizan la transacción. Para ello, evalúa el marco legal y regulatorio; los contratos de titularización y administración y otros antecedentes legales relacionados a la emisión en particular.

La estructura legal de la emisión debe garantizar que los flujos de dinero, de información y operativos, se realicen en condiciones claras e inequívocas, con el fin de ser totalmente consistentes con la estructura económica-financiera diseñada.

5.1. MARCO LEGAL Y REGULATORIO

Aunque en algunos países ha sido posible la titularización de valores sin una ley específica sobre la materia, la posibilidad de titularizar una cartera de activos depende, entre otras cosas, de la existencia de un marco legal y regulatorio apropiado. Los principales aspectos normativos que se deben evaluar adecuadamente son: la quiebra de sociedades; las transferencias y venta de activos o instrumentos; y las características de los derechos sobre dichos activos.

La normativa determina las entidades que podrán administrar los vehículos de titularización. Estos vehículos de titularización deben cumplir con una característica esencial para el funcionamiento de este mecanismo: ser remotos a la insolvencia o la quiebra, tanto del emisor, como de los otros vehículos de titularización de la entidad administradora.

Los activos factibles de titularización se enmarcan en la normativa, donde generalmente, se establece entre otros: los potenciales originadores, las características del flujo que generarán dichos activos, su transferencia al vehículo de titularización, las garantías que lo respaldan, las condiciones para la sustitución, entre otras. Feller Rate revisa detalladamente esta documentación.

Un aspecto vital es la certeza de la transferencia total de cada uno de los activos que forman el colateral, incluyendo la transferencia de todos los derechos sobre dichos activos y, si es el caso, de las prendas y garantías asociadas. La normativa sobre los mecanismos, costos y plazos en la liquidación de garantías es otro de los elementos importantes en el análisis legal.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

De no existir una normativa explícita sobre algún punto importante de los antes mencionados, Feller Rate puede solicitar al emisor un pronunciamiento legal independiente sobre la materia.

5.2. CONTRATO DE TITULARIZACIÓN

El documento principal que Feller Rate revisa para otorgar la calificación definitiva de un bono de titularización, es el contrato de titularización. Frecuentemente los contratos son complejos y tienen un extenso proceso de elaboración y discusión.

5.3. OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Parte importante de la evaluación legal recae en el contrato de administración de los activos. La norma regula las condiciones mínimas que debe cumplir el administrador de los bienes que conformen el activo de los vehículos de titularización.

Los aspectos más relevantes que Feller Rate toma en cuenta en la revisión de los convenios de administración de activos se señalaron anteriormente. De ser necesario, se revisan otros documentos legales que se consideren relevantes para una evaluación completa de los riesgos de la estructura de titularización específica.

6. CALIFICACIÓN FINAL

La decisión respecto de la calificación final de una emisión recae en el Consejo de Calificación de Feller Rate.

El Consejo de Calificación es un organismo colegiado compuesto por tres miembros que son los encargados finales de asignar la calificación del emisor y sus títulos considerando toda la información pública y privada analizada por el área correspondiente. Las decisiones del Consejo de Calificación son tomadas por acuerdo de la mayoría de sus miembros.

En éste, el analista responsable presenta un resumen de los antecedentes cuantitativos y cualitativos de la estructura de titularización que fundamenta la transacción, de acuerdo con la metodología planteada.

Así, el análisis se basa en la revisión de la estructura de la emisión. Lo anterior, sobre la base del análisis de la calidad crediticia del colateral y garantías, proyecciones de flujo de caja, administración y control de los activos y del vehículo de titularización, así como de los aspectos legales pertinentes. Se incorporan, a su vez, análisis de sensibilidad sobre las proyecciones y la evaluación de resguardos y garantías externas.

Feller Rate preparará un informe y comunicado de prensa para la divulgación de la calificación. El informe es entregado a la Superintendencia de Mercado de Valores y al mercado en general, para el conocimiento de la calificación y sus fundamentos. La información contenida en el comunicado de prensa e informe es pública y su divulgación cuenta con autorización expresa de la titularizadora.

III. SEGUIMIENTO

El seguimiento de las calificaciones de riesgo de los vehículos de titularización es un proceso continuo e ininterrumpido y tiene como principal objetivo mantener actualizada la opinión de Feller Rate sobre la probabilidad de que los valores de titularización emitidos sean pagados en tiempo y forma, conforme con lo establecido en el contrato de titularización. Para ello se monitorea el comportamiento de diversas variables asociadas al desempeño del colateral y el desempeño de la administración, primaria y maestra.

El comportamiento de estas variables dentro de los márgenes permitidos en el modelo desarrollado para otorgar la calificación original garantiza que los flujos asociados a los activos titularizados continúen permitiendo el pago cabal y oportuno de las obligaciones contraídas en el momento de la emisión.

Asimismo, es necesario evaluar que la administración del colateral se esté realizando en forma adecuada, de manera de garantizar que los flujos generados por éste lleguen al vehículo de titularización, en los montos y condiciones estipuladas. Adicionalmente, ya que el desempeño que tenga el colateral dependerá, en alguna medida, de la calidad del seguimiento que se haga del comportamiento de la cartera, es necesario evaluar que el control que ejerce la administración maestra sea continuo y preciso, y que existan indicadores de desempeño de la cartera que permitan un seguimiento fácil y exacto y que puedan activar decisiones correctivas.

Feller Rate remitirá a la Superintendencia de Mercado de Valores y al mercado en general, un informe de calificación actualizado, conforme con los plazos dictados en la normativa. Con todo, ante cualquier hecho relevante, que en opinión de esta Calificadora tenga algún impacto sobre la capacidad de pago del instrumento, se emitirá un comunicado de prensa o un informe con los fundamentos correspondientes. El comunicado de prensa y el informe serán enviado a la Superintendencia de Mercado de Valores y puestos a disposición del mercado en general.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

IV. NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

Para el caso de valores producto de titularización, Feller Rate emplea las siguientes categorías de riesgo creciente: AAA, AA, A, BBB, como indicativas de títulos de alta calidad crediticia o de "grado inversión"; y BB, B y C para los de menor calidad crediticia o "no grado inversión". Adicionalmente, utiliza la categoría D para señalar un título que está en incumplimiento, ya sea total o parcial de algún pago comprometido.

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de riesgo son insignificantes.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son fuertes, el riesgo es modesto.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son satisfactorios.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son suficientes.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de sus obligaciones. Los factores de protección varían ampliamente con las condiciones económicas y/o de adquisición de nuevas obligaciones.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de sus obligaciones. Los factores de protección varían muy ampliamente con las condiciones económicas.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de éstos. Existe un riesgo substancial de que las obligaciones contractuales no sean pagadas a tiempo.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de éstos, o requerimiento de disolución, liquidación o quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Adicionalmente, para emisiones respaldadas en flujos futuros, la Calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo a las categorías de riesgo.

Para los valores de titularización, Feller Rate no realiza una evaluación de la calidad crediticia del emisor (titularizadora), sino que únicamente del instrumento emitido por éste. En este mismo sentido, dado que las Perspectivas son asignadas sobre la calificación del emisor con un horizonte de largo plazo, Feller Rate no otorga Perspectivas a la calificación de valores de titularización.

V. ASIGNACIÓN DE CREDIWATCH

La metodología contempla la asignación de un "*Creditwatch*" o Revisión Especial, que señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en "*Creditwatch*" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose por tanto de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente.

El que una calificación se encuentre en "*Creditwatch*" no significa que su modificación sea inevitable. Las calificaciones colocadas en "*Creditwatch*" pueden tener una calificación "positiva", "negativa" o "en desarrollo". La designación "positiva" significa que la calificación puede subir; "negativa", que puede bajar; en tanto "en desarrollo", que puede subir, bajar o ser confirmada.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

VI. GLOSARIO DE TÉRMINOS

- Administrador de los activos o administrador primario: corresponde a la entidad que ejerce la gestión del colateral que respalda la emisión.
- Colateral: corresponde a los activos que respaldan la emisión. Pueden ser activos existentes, como créditos hipotecarios o personales, como también flujos futuros.
- Contrato de titularización: corresponde al documento legal que enmarca a la estructura de titularización.
- Originador: corresponde a la entidad que gesta los activos que serán cedidos al vehículo de titularización.
- Sociedad titularizadora: son sociedades anónimas y corresponden al emisor del vehículo de titularización.
- Vehículo de propósito especial: vehículo de titularización. Constituye un patrimonio separado sin personalidad jurídica cuyo flujo de caja estará destinado exclusivamente al pago de los valores emitidos y los gastos del proceso de titularización. Son administrados por sociedades de titularización, o por quién autorice la normativa. FR

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.