

I. ASPECTOS BÁSICOS

La calificación de riesgo de fideicomisos de titularizaciones de activos, como la de todo instrumento de deuda, es una opinión sobre la probabilidad de que los títulos sean pagados en tiempo y forma, conforme a lo prometido en el contrato de fideicomiso y sus anexos o documentos legales complementarios. Estos bonos tienen como fuente exclusiva o principal de repago los flujos de caja de los activos entregados en garantía. 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 siguiente gráfico se puede observar, en forma simplificada, la metodología de calificación de fideicomisos de titularización de activos.

Como ocurre en el caso de toda emisión de bonos, Feller Rate se pronuncia sobre la capacidad de pago en los términos y plazos pactados en un contrato de emisión; esto es, para el caso específico sobre la probabilidad de que lo explicitado en el contrato de fideicomiso y sus anexos o documentos legales complementarios se cumpla cabalmente.

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

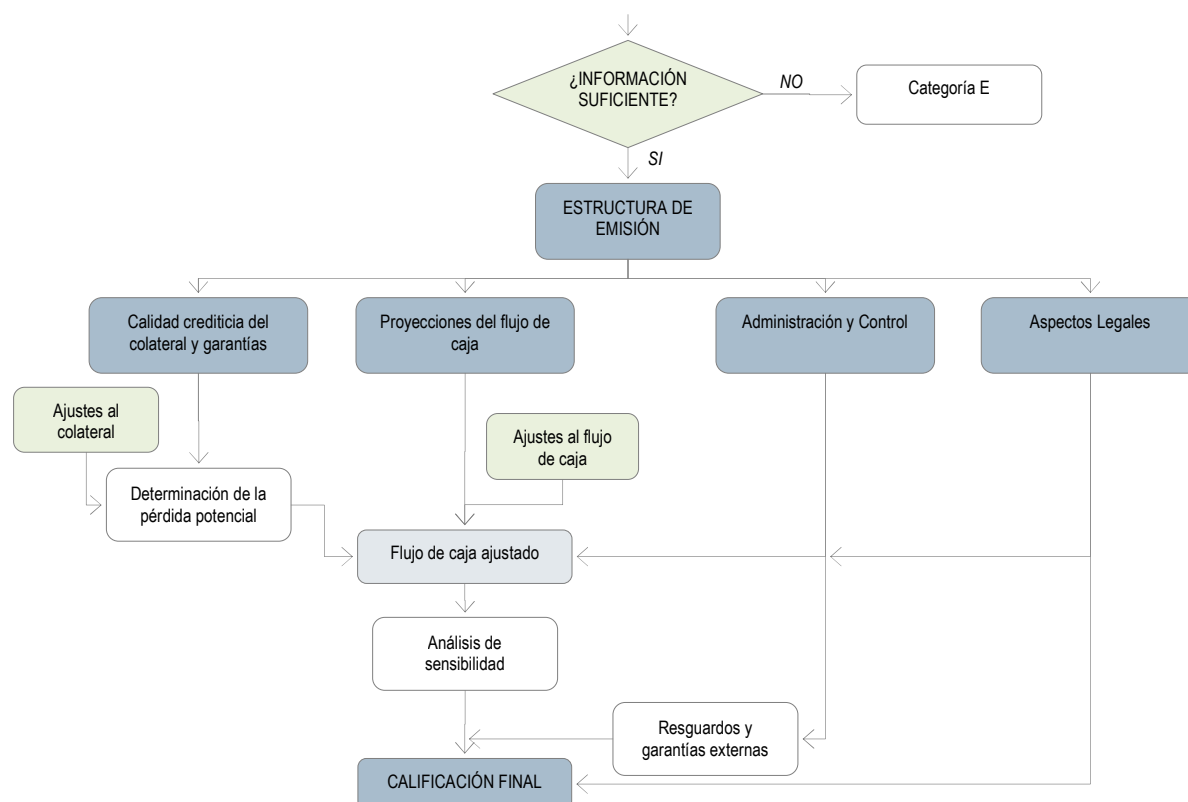
considera en default y su calificación pasa a la categoría D (la más baja). Esto no significa necesariamente que los acreedores perderán algo, sino que no se está cumpliendo cabalmente lo prometido. Bien puede ser que existan prendas y otras garantías similares que, al ejecutarse, hagan que los acreedores 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 la categoría E.

El proceso general de calificación consta de las siguientes etapas:

1. 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.
2. 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.
3. Administración y control. Análisis de la capacidad del

CALIFICACIÓN DE RIESGO DE FIDEICOMISOS DE TITULARIZACIONES DE ACTIVOS



administrador de los activos para desempeñar sus funciones conforme a sus obligaciones, y del control sobre el desempeño de la cartera.

4. Proyecciones del flujo de caja.
5. Aspectos Legales. El conjunto de documentos legales de la transacción y, en especial, el contrato de fideicomiso y sus anexos o documentos legales complementarios deben ser consistentes con la estructura de la transacción planteada.
6. Calificación Final.

La metodología incorpora, en algunos casos, el concepto de "Tendencia de la calificación" que expresa la opinión de Feller Rate sobre el comportamiento de la calificación en el mediano y largo plazo. En tanto, "Creditwatch" o Revisión Especial captura posibles cambios de la calificación en el corto plazo relacionados con eventos que están en desarrollo o en proceso de evaluación.

II. PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

Una vez solicitada la calificación, el emisor debe entregar toda la información, pública o privada, que sea relevante para la calificación. Toda la información entregada y/o solicitada es manejada con la debida discreción evitando su divulgación a terceros no autorizados explícitamente por el emisor.

El analista responsable realiza un análisis básico preliminar de la estructura de la emisión, que considera la información recibida y otra información pública disponible. Posteriormente, se coordina una reunión de trabajo con el coordinador de la transacción para aclarar dudas surgidas en el análisis preliminar y entender en detalle la estructura, funcionamiento y agentes que participan en la transacción, cuyos títulos de deuda se debe calificar.

En función de la información recibida, pública y privada, y de la reunión con el coordinador de la transacción, el analista responsable prepara una presentación para el Comité de Calificación de Feller Rate, que determina la calificación de los instrumentos de deuda.

La decisión de calificación adoptada por el Comité es comunicada al emisor, que puede apelar a la calificación, adjuntando los antecedentes y argumentos que estime pertinentes y que podrían modificar la calificación asignada por el Comité de Calificación.

Una vez acordada la calificación definitiva, Feller Rate prepara un informe y comunicado de prensa para la divulgación de la calificación. Estos son entregados a las entidades reguladoras 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 del emisor.

Posteriormente, Feller Rate monitorea de manera continua la evolución de la calidad crediticia de los títulos de deuda y la existencia de nueva información pública que pudiera afectar los fundamentos de la calificación asignada. De igual manera, se realiza especial revisión en las fechas de entrega de información financiera.

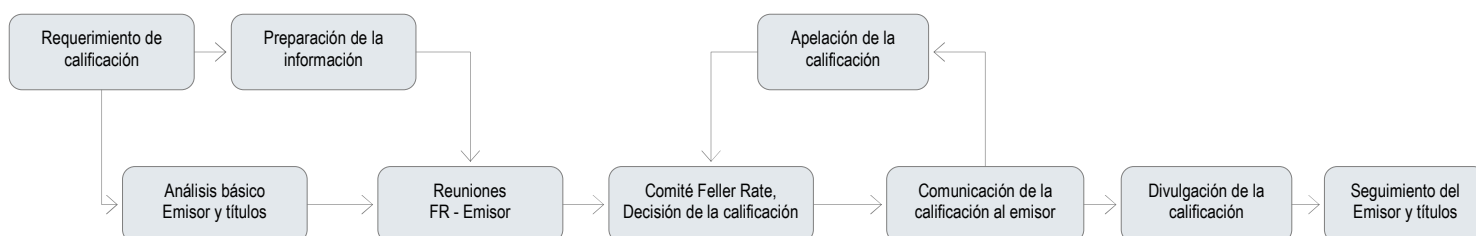
III. FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES COMITÉ DE CALIFICACIÓN

La Calificación es un proceso continuo e ininterrumpido, por lo que el Comité de Calificación sesionará cada vez que exista información relevante que requiera de su pronunciamiento y de manera periódica.

El Comité de Calificación es un organismo colegiado compuesto por tres miembros, que son los encargados finales de asignar la calificación de los títulos de deuda en función de los antecedentes entregados por el emisor y analizados por el área correspondiente. Las decisiones del Comité de Calificación son tomadas por acuerdo de mayoría de sus miembros.

El Comité de Calificación y todos los miembros de Feller Rate suscriben un código de ética y tienen estrictamente prohibido el uso de la información privilegiada a que tengan acceso como resultado del cumplimiento de la labor de calificador de riesgo. Al mismo tiempo, toda información no pública debe ser tratada con la mayor diligencia de manera de evitar la divulgación total

PROCESO DE CALIFICACIÓN DE RIESGO



o parcial de ésta, salvo que exista autorización expresa de los clientes de Feller Rate, para su divulgación parcial o total.

Las calificaciones que Feller Rate Clasificadora de Riesgo emita se basarán fundamentalmente (aun cuando pueden existir otros antecedentes) en el análisis y procesamiento de la información relativa a la emisión cuyo riesgo se trata de calificar. De tal manera, para la correcta ejecución de las labores de la Clasificadora, es esencial que el emisor proporcione a aquélla todos los antecedentes públicos o privados relacionados con la calificación de riesgo respectiva. Estos antecedentes deberán ser completos y fidedignos, de tal forma que la calificación de riesgo se basará en la veracidad y completitud de la información entregada.

IV. CALIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA

El proceso general de calificación de fideicomisos de titularizaciones de activos consta de las siguientes etapas:

1. Estructura de Emisión

Se analizan las características generales de la transacción, 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 y de las variables de riesgo relevantes 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 patrimonio autónomo.

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 crédito 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 que en los portafolios diversificados la evaluación es de tipo actuarial.

Para el caso de instrumentos de crédito, esta etapa es esencialmente cualitativa y considera la evaluación de los siguientes aspectos:

- Proceso de originación.
- Características de la cartera.
- Garantías y prendas.
- Determinación de la pérdida potencial.

En el caso de titularización de activos concentrados, el análisis se efectúa individualmente. Con frecuencia, el colateral 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 de los activos del patrimonio autónomo depende del tipo de activo titularizado. Según éste, se define el énfasis que se le dará al originador y al proceso de originación.

En la evaluación del proceso de originación se analizan, 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, en la evaluación de la política crediticia, se considera 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, se comprueba 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 créditos de uno o pocos deudores.

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.

En el caso de créditos hipotecarios, por ejemplo, algunas de las características que se identifican como condicionantes de la probabilidad de incumplimiento en el pago (default) de un crédito particular son: seguros tomados por el deudor, saldo de los créditos, valor de las garantías, razón deuda/garantía, carga financiera de los deudores, moralidad crediticia del deudor y comportamiento histórico de pago.

— 2.3. GARANTÍAS Y PRENDAS

En la mayoría de los casos existen garantías y prendas que respaldan los créditos que forman parte del colateral de un patrimonio autónomo. 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 de los títulos de deuda. En este caso, las garantías que no sean líquidas no se consideran en las proyecciones.

Un segundo caso es el de grandes portafolios con créditos 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 créditos 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 crédito, 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.

Feller Rate revisa además 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.

Por ejemplo, para carteras de créditos hipotecarios diversificados, dos de las variables más relevantes son: la probabilidad de incumplimiento de cada crédito y el valor de las garantías en escenarios de crisis, en caso de liquidación.

➤ 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.

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.

Por ejemplo, para colaterales conformados por créditos hipotecarios, se podrían aplicar ajustes en función del valor que tomen algunas características como la relación deuda/garantía, la relación dividendo/renta, la relación carga financiera/renta, el monto de los créditos, la morosidad observada, la finalidad de las viviendas, las deficiencias crediticias en la originación.

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

En adición al exceso de cartera, entre otras, algunas formas que puede tomar el sobrecolateral son: aportes de capital; spread de tasas entre activos y pasivos; garantías líquidas de terceros; fondos de reserva; subordinación de series; reemplazo de activos.

3. Administración y Control

Feller Rate debe tener la seguridad que todas las partes involucradas en la emisión van a cumplir con sus obligaciones contractuales de forma cabal. 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 los contratos que enmarcan la emisión, 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 a otro tipo de obligaciones.

Si una entidad mantiene obligaciones financieras con el patrimonio autónomo, 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 patrimonio autónomo, en los montos y condiciones estipulados al momento de la emisión.

La fiduciaria podría contratar servicios de administración con terceros. Las obligaciones y facultades de los administradores de carteras de patrimonios autónomos se establecen normalmente mediante contratos. Estos son revisados por Feller Rate como parte de la documentación legal de la emisión.

En el caso de una cartera de créditos, la evaluación de la administración deberá, entre otros aspectos, considerar:

- Las políticas de cobranzas normales, prejudiciales y judiciales. Correspondencia de políticas con procedimientos efectivos. Su 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 transferencia 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 créditos 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 del administrador.
- La propiedad del administrador. 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 fiduciaria debe tener la posibilidad de sustituir al administrador sin que esto impida el pago oportuno de los cupones de los bonos. Además, se debe considerar cualquier conflicto de interés que pudiera tener el administrador, 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 DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO (MASTER SERVICING)

En una titularización de activos la fuente principal de repago de los bonos 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.

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 negligencia por parte de los administradores en el servicio comprometido, o que la calidad de la información enviada es inexacta, incompleta o fraudulenta, la fiduciaria 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 patrimonio autónomo, 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 el administrador maestro, como la contratación de servicios externos y otras actividades relacionadas al cumplimiento de los contratos firmados por la fiduciaria.

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 la documentación legal que enmarca la emisión. De no ser así, existe el riesgo de caer en incumplimientos de los acuerdos contractuales de la emisión que podrían ser evitados. Feller Rate pone especial atención en la capacidad organizativa y de recursos del administrador maestro para cumplir con sus responsabilidades de seguimiento y control.

4. Proyecciones de Flujo de Caja

Esta parte del análisis se centra en las características de la estructura de pagos comprometidos en la emisión. Una titularización de activos puede tener diversas estructuras de pago, que son determinantes a la hora de realizar el trabajo de calificación.

El marco legal debiera definir la operatoria y responsabilidades de los agentes que intervienen en los procesos de titularización. Sin embargo, podría existir cierto grado de flexibilidad que condicione el enfoque que se dé al análisis de flujos de cada emisión en particular.

La estructuración de la emisión responde, en general, a un proceso de ingeniería financiera muy cuidadoso, en el cual los ingresos netos ajustados, generados por el patrimonio autónomo, se calzan con los egresos por pago de cupones de bonos, manteniendo los resguardos y reservas mínimas considerados en la documentación legal que enmarca la emisión.

— 4.1. PROYECCIÓN DE FLUJO BASE

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

Lógicamente, para garantizar la factibilidad de la emisión, los flujos acumulados al final de cada período, 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 la documentación legal que enmarca la emisión.

— 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 en cómo determinados escenarios de crisis pueden afectar los flujos de ingresos del patrimonio autónomo.

Los ingresos financieros producidos por los fondos de propiedad del patrimonio autónomo también se incluyen en los flujos. Estos fondos pueden haber sido originados por aportes iniciales de capital; prepagos voluntarios de los créditos; recuperaciones por liquidación de garantías; flujos netos acumulados; intereses acumulados; acumulación de excedentes no retirados; o por otros resguardos establecidos en la documentación legal que enmarca la emisión.

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 pre-determinada. 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 los contratos que enmarcan la emisión.

— 4.3. EGRESOS AJUSTADOS

Los egresos ajustados del patrimonio autónomo están conformados básicamente por tres componentes: el pago de cupones de los bonos; los costos imputables al patrimonio autónomo; 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 la emisión. Si en éste así se estipula, la tabla de desarrollo se ajusta a situaciones que aceleren el pago de los bonos.

La determinación de los costos del patrimonio autónomo es un elemento importante en el análisis. Feller Rate compara las tarifas acordadas con los prestadores de servicios, con respecto a los gastos normales en los términos pactados y sus posibles fluctuaciones a lo largo del tiempo. Si un prestador de servicios es reemplazado, la tarifa que el patrimonio debe ser capaz de cubrir debe ser suficientemente atractiva, para que otro prestador pueda brindar sus servicios, sin disminuir la calidad de éstos.

A la proyección de costos se pueden aplicar ajustes, si existen indicios de 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 patrimonio autónomo pueden ser mayores a los presupuestados.

La capacidad del patrimonio autónomo de hacerse cargo de todos sus gastos es tan importante como su capacidad de cumplir con el pago de los bonos 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 de 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

Los beneficiarios u otros afines podrían tener derechos sobre los excedentes generados por los fideicomisos. Estos excedentes podrían ser retirados periódicamente, según se establezca en la documentación legal respectiva. Si no se establecen explícitamente dichos resguardos, Feller Rate supone que se retirarán todos los excedentes. Si existen resguardos que establecen límites a los retiros, Feller Rate supone que los retiros se harán por el máximo permitido.

Pueden haber estructuras en las que el desempeño financiero del fiduciario, originador o garante podría tener implicancias directas en las proyecciones de flujo del patrimonio autónomo. En estos casos, la documentación legal de la emisión puede contemplar algunos resguardos que limiten el riesgo asociado al comportamiento de éstos. Lo más frecuente es observar que

se condicione el retiro de excedentes del patrimonio autónomo al cumplimiento de ciertos indicadores financieros mínimos del fiduciario, 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 bonos.

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 bonos 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. Por esto, 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 que enmarcan la emisión 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 activos 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: las características de los vehículos legales a través de los cuales se perfeccionarán las operaciones; la quiebra de sociedades; las transferencias y venta de activos o instrumentos; y las características de los derechos sobre dichos activos.

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.

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

— 5.2. CONTRATOS QUE ENMARCAN LA EMISIÓN

El documento principal que Feller Rate revisa para otorgar la calificación definitiva de una emisión de bonos es el contrato de fideicomiso y sus anexos o complementos. Frecuentemente, los contratos son complejos y tienen un extenso proceso de elaboración y discusión. De ser necesario, Feller Rate puede revisar borradores finales de estos documentos, siempre que en ellos se establezcan claramente los aspectos principales de la emisión. La opinión final de Feller Rate estará condicionada a que las versiones definitivas de los documentos legales sean consistentes con la estructura general de la emisión y los borradores finales revisados previamente.

— 5.3. OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Parte importante de la evaluación legal recae en el contrato de administración de los activos. 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 Comité de Calificación de Feller Rate. En él, el analista responsable presenta un resumen de los antecedentes cuantitativos y cualitativos de la estructura de titularización que

fundamentan la transacción, de acuerdo a 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 patrimonio autónomo, 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.

V. NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

Se consideran instrumentos de deuda de corto plazo los emitidos con vencimientos hasta 1 año, de mediano plazo los emitidos con vencimientos entre más de 1 año y hasta 3 años, y de largo plazo con vencimientos a más de 3 años.

1. Calificación de Títulos de Deuda de Mediano y Largo Plazo

Feller Rate emplea las siguientes categorías para su calificación:

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.

- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso o equivalente.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso o equivalente.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

A las categorías antes señaladas Feller Rate agregará el sufijo "py" para indicar que la calificación pertenece a la escala nacional de Paraguay.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora en algunos casos podría utilizar la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

2. Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses 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.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período

mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con calificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran "grado inversión", al tiempo que los calificados en Nivel 4 como "no grado inversión" o "grado especulativo".

VI. TENDENCIA DE LA CALIFICACIÓN

Feller Rate asigna, en algunos casos, "Tendencia de la Calificación" como opinión sobre el comportamiento de la calificación en el mediano y largo plazo. La Clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa de la transacción y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas.

- FUERTE (+): La calificación puede subir.
- ESTABLE: La calificación probablemente no cambie.
- SENSIBLE (-): La calificación puede bajar.

En tanto, "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que están en desarrollo o en proceso de evaluación y que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos pueden ser los casos de modificación en los agentes partícipes de la transacción, acciones o cambios regulatorios u 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 "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar. **FR**