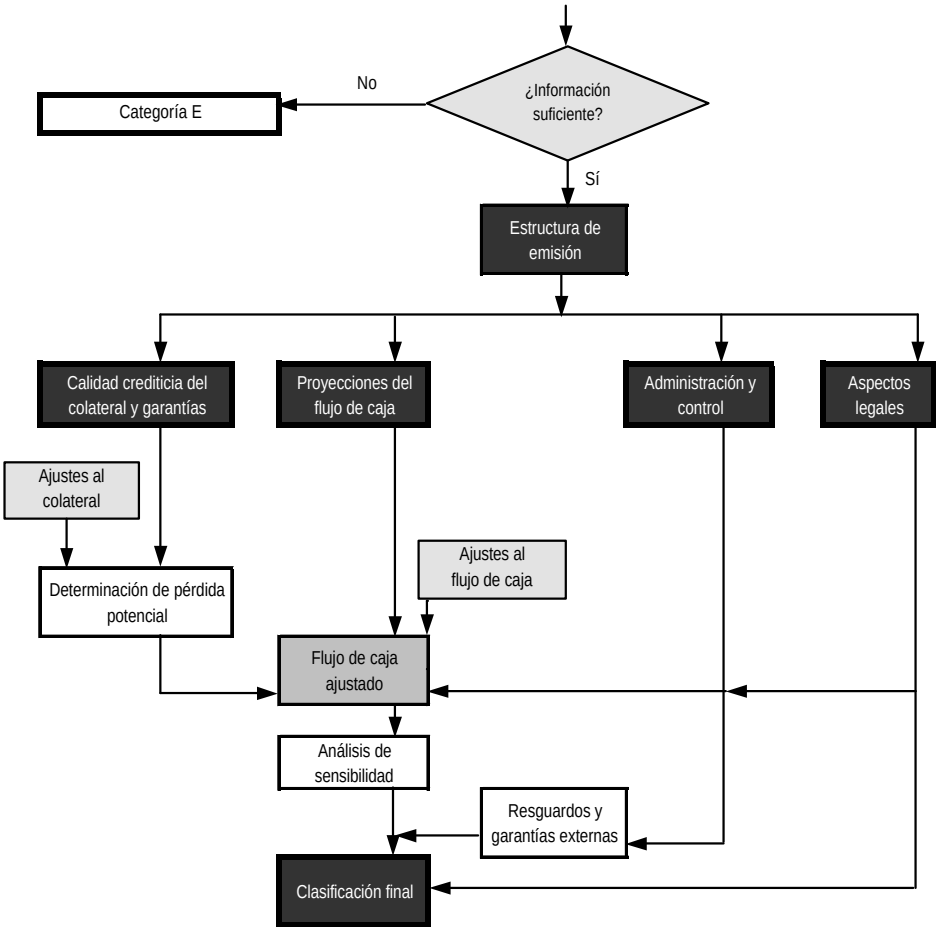
METODOLOGIA GENERAL DE CLASIFICACION DE BONOS DE SECURITIZACION

INTRODUCCION

La clasificación de riesgo de bonos de securitización, 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 emisión. Estos bonos tienen como fuente exclusiva o principal de repago los flujos de caja de los activos entregados en garantía. Así, la clasificación 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 clasificación de bonos de securitización.

Clasificación de bonos de securitización



Cabe recordar que, 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 el contrato de emisión. Esto es, sobre la probabilidad de que el contrato de emisión se cumpla a cabalidad.

Uno de los principales elementos en la clasificación 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 clasificación 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 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 clasificación. Cuando ésta se considera insuficiente, o bien no relevante, Feller Rate asigna a los títulos securitizados la categoría E.

El proceso general de clasificación 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 administrador de los activos para desempeñar sus funciones conforme con 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 emisión debe ser consistente con la estructura de emisión planteada.
6. *Clasificación Final.*

La metodología también incorpora el concepto de «Creditwatch» o Revisión Especial, que captura posibles cambios de la clasificación en el corto plazo relacionados con eventos que están en desarrollo o en proceso de evaluación.

1. ESTRUCTURA DE EMISION

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 relevantes que deben ser observadas, dentro del marco regulatorio respectivo.

Para cada categoría de clasificación 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 separado.

2. CALIDAD CREDITICIA DEL COLATERAL Y GARANTIAS

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 en los portafolios diversificados la evaluación es de tipo actuarial.

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

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

En el caso de securitización de activos concentrados, el análisis se efectúa individualmente. Frecuentemente, 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 clasificación 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 separado depende del tipo de activo securitizado. Según el tipo de activo, se define el énfasis que se le dará al originador y al proceso de originación.

Por ejemplo, en el caso de letras hipotecarias emitidas por instituciones bancarias, el elemento fundamental es la calidad crediticia del banco emisor y, sólo en segundo lugar, la calidad de los créditos asociados a esas letras.

En la evaluación del proceso de originación se evalúan, 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, se considera 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 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 securitizar 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 separado. 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 clasificación mayor o igual a la del patrimonio separado. 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.

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.

Por ejemplo, para carteras de mutuos hipotecarios diversificados, dos de las variables más relevantes son: la probabilidad de incumplimiento de cada mutuo 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 securitización en particular, mejoran el grado de precisión de los supuestos y pueden incidir en mejores niveles de clasificación.

La magnitud de los escenarios de crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación 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 mutuos hipotecarios endosables, los ajustes se aplican crédito por crédito, en función del valor que toman algunas características como: la relación deuda/garantía, la relación dividendo/renta, la relación carga financiera/renta, el monto del crédito, la morosidad observada, la finalidad de la vivienda, 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 de cada crédito y el de la cartera en su conjunto. La cobertura ante pérdidas potenciales de una emisión es llamado sobrecolateral.

Algunas de las formas que puede tomar el sobrecolateral son: aporte inicial de capital por parte del emisor; spread de tasas, entre la de los bonos y la de los activos; garantías líquidas de instituciones financieras que cubran los casos de default (Cartas de Crédito); formación de fondos de reserva contingentes generados mediante los mismos flujos netos de caja del patrimonio separado; subordinación de series; garantías estatales líquidas; reemplazo de los activos en default por parte del originador (si tiene alta clasificación de riesgo y así se determina contractualmente).

3. ADMINISTRACION Y CONTROL

Feller Rate debe tener la seguridad 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 clasificación de riesgo formal o a través de una evaluación crediticia específica. En el primer caso, el agente deberá tener una clasificación 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 emisión, a cierto nivel de clasificación de las entidades que los otorgan.

Si cualquiera de estos agentes no cumple con una clasificación 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 clasificación, por debajo de la requerida, durante la vida del bono.

Una institución sin clasificación 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 patrimonio separado, 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 separado, en los montos y condiciones estipulados al momento de la emisión.

La ley chilena autoriza a la securitizadora a contratar los servicios de administración a terceros, o efectuar la administración ella misma. Las obligaciones y facultades de las administradoras de carteras de patrimonios separados 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 créditos, la evaluación de la administración deberá considerar, entre otros aspectos:

- 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 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 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 de la administradora.
- 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 éstos documentos.

La securitizadora 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 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 del patrimonio separado (*Master servicing*)

En una emisión de bonos securitizados, 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 securitizadora.

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 ad-

ministradores en el servicio comprometido, o que la calidad de la información enviada es inexacta, incompleta o fraudulenta, la securitizadora 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 separado, 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 externo o la misma securitizadora, como la contratación de servicios externos y otras actividades relacionadas al cumplimiento de los contratos firmados por la securitizadora, 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 emisión. De no ser así, existe el riesgo de caer en incumplimientos del contrato de emisión que podrían ser evitados. Feller Rate pone especial atención en la capacidad organizativa y de recursos del administrador maestro o de la misma securitizadora 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 emisión de bonos de securitización puede tener diversas estructuras de pago, que son determinantes a la hora de realizar el trabajo de clasificación.

El marco legal chileno define la operatoria y responsabilidades de los agentes que intervienen en los procesos de securitización. Sin embargo, existe cierto grado de flexibilidad que condiciona el enfoque que se da 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 del emisor, en el cual los ingresos netos ajustados, generados por el patrimonio separado, se calzan con los egresos por pago de cupones de bonos, manteniendo los resguardos y reservas mínimas considerados en el contrato de 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 separado, determinan las proyecciones base de ingresos y egresos.

Lógicamente, 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 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 securitización en particular, se aplican supuestos adicionales sobre la forma cómo determinados escenarios de crisis pueden afectar los flujos de ingresos del patrimonio separado.

Por ejemplo, para mutuos hipotecarios endosables, los supuestos que Feller Rate aplica para todas las categorías de riesgo, y que afectan directamente al flujo de ingresos por la presencia de defaults, son:

- El primer default se produce en el mes trece;
- La distribución de los defaults es constante, durante 36 meses.

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 pre-determinado 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.

Para mutuos hipotecarios endosables, por ejemplo, los supuestos de Feller Rate establecen que la recuperación de garantías se produce luego de 18 meses de ocurrido el default.

Los ingresos financieros producidos por los fondos de propiedad del patrimonio separado también se incluyen en los flujos. Estos fondos pueden haber sido originados por aportes iniciales de capital; prepagos voluntarios de los créditos 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 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 clasificación 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 emisión.

4.3. Egresos ajustados

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

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

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 securitizadora 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 por que se presume que los costos futuros de renovación o reemplazo de prestadores de servicios del patrimonio separado, pueden ser mayores a los presupuestados.

La capacidad del patrimonio separado 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 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

De acuerdo a la ley chilena, el patrimonio común tiene los derechos a los excedentes generados por el patrimonio separado. Estos excedentes pueden ser retirados periódicamente, según se establezca en el contrato de emisión. 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.

Hay estructuras en las que el desempeño financiero del emisor, originador o garante, puede tener implicancias directas en las proyecciones de flujo del patrimonio separado. En estos casos, el contrato de emisión puede contemplar algunos resguardos que limitan el riesgo asociado al comportamiento de éstos. Lo más frecuente es observar que se condicione el retiro de excedentes del patrimonio separado 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 reciben, dentro de la clasificación de riesgo, la presencia de entidades que brindan respaldo financiero externo a la emisión y las garantías otorgadas por aseguradoras de bonos.

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 clasificación de riesgo acorde con la transacción que se está evaluando. Sin embargo, en ciertas estructuras, es posible que este agente no cuente con clasificación 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 ello, Feller Rate realiza un análisis de sensibilidad de dichas variables.

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

Por ejemplo, en el caso de mutuos hipotecarios, algunas de las variables que se sensibilizan son:

- Porcentaje de la cartera que realiza prepagos voluntarios en forma periódica;
- Prepagos masivos durante ciertos periodos;
- Momento en que se produce el primer evento de default;
- Distribución de los eventos de default;
- Shocks de tasa de interés;
- Morosidad friccional o de corto plazo.

5. ASPECTOS LEGALES

Luego de haber analizado la estructura de 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 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 securitización de títulos sin una ley específica sobre la materia, la posibilidad de securitizar 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.

Chile tiene en la Ley de Mercado de Valores, en sus leyes modificatorias, y en las normas de carácter general elaboradas por la SVS un marco legal explícito y adecuado, que establece los elementos básicos para el funcionamiento de este mecanismo.

La normativa establece una sociedad de giro exclusivo, llamada securitizadora, que puede formar uno o más patrimonios separados de su patrimonio común. Estos patrimonios separados cumplen 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 patrimonios separados de la securitizadora.

Los activos se enmarcan en una normativa legal establecida por la SVS, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, el Banco Central u otra entidad del gobierno. En ella pueden establecerse entre otros: los potenciales originadores, los motivos de la originación, los procedimientos de emisión y colocación, los montos de originación, la moneda, la reajustabilidad, la transferencia, el cálculo de intereses, los plazos, las formas de amortización, los periodos de pago, las fechas de pago, su liquidez, las garantías y la embargabilidad. 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.

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 emisión

El documento principal que Feller Rate revisa para otorgar la clasificación definitiva de un bono de securitización, es el contrato de emisión. 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.

En la Norma de Carácter General Nº 58 de la SVS, del 2 de marzo de 1995, y sus posteriores modificaciones, se establecen las pautas que rigen a las emisiones de títulos de deuda de securitización, su inscripción en el registro de valores, la difusión y publicidad de dichas emisiones y su información continua.

Para la inscripción en el Registro de Valores la SVS requiere el contrato de emisión, el prospecto, y otros antecedentes relacionados con la emisión. En la NCG Nº 58 se describen detalladamente los elementos que deben contener cada uno de estos documentos.

5.3. Otros documentos legales

Parte importante de la evaluación legal recae en el contrato de administración de los activos. La NCG Nº 55 de la SVS, del 27 de enero de 1995, y sus posteriores modificaciones, regulan los elementos mínimos que deben contener los contratos de administración de los bienes que conformen el activo de los patrimonios separados.

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 securitización específica.

6. CLASIFICACION FINAL

La decisión respecto de la clasificación final de una emisión recae en el Comité de Clasificación de Feller Rate. En él, el analista responsable presenta un resumen de los antecedentes cuantitativos y cualitativos de la estructura de securitización que fundamenta la transacción, de acuerdo a la metodología planteada.

Dentro de los instrumentos representativos de deuda, Feller Rate distingue para efectos de clasificación los emitidos a plazos de vencimiento de hasta a 1 año y aquellos a un plazo superior.

Los títulos de deuda de corto plazo se clasifican en una de las siguientes categorías de riesgo creciente: Nivel 1 (N-1), Nivel 2 (N-2), Nivel 3 (N-3), Nivel 4 (N-4), Nivel 5 (N-5).

Para el caso de bonos, 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. Para las categorías de riesgo entre AA y B, Feller Rate utiliza en algunas ocasiones la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Adicionalmente, la metodología contempla la asignación de un *"Creditwatch"* o Revisión Especial, que señala la dirección potencial de una clasificación, 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 clasificación 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 clasificación vigente.

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