




Fecha de emisión: Febrero 09, 2019	Vigencia: Febrero 14, 2019	Código: PCR-MET-P-058	Versión: 01	Página: 1 de 7
---------------------------------------	-------------------------------	--------------------------	----------------	-------------------



Metodología de calificación de riesgo de titularizaciones para valores

Concepto	Nombre y apellido – Cargo	Firma	Fecha de firma
Elaborado por	Jorge A. Enríquez Jefe de Metodologías		Febrero 05, 2019
Revisado por	Paul Caro Director de Análisis		Febrero 09, 2019
Aprobado	Oscar Jasai Presidente Ejecutivo		Febrero 09, 2019

Índice

- 1. Objetivo3**
- 2. Alcance.....3**
- 3. Definiciones3**
- 4. Condiciones básicas.....3**
 - Elegibilidad de una titularización de títulos valores 3
 - Mecanismos de cobertura..... 4
 - Principales beneficios ofrecidos por la titularización 4
 - Aspectos crediticios de las emisiones 5
- 5. Condiciones específicas5**
 - Análisis previo 5
 - Metodología (análisis de factores cuantitativos y cualitativos) 6
 - Categorías de calificación 7

Título: Metodología de calificación de riesgo de titularizaciones para valores	Código: PCR-MET-P-058	Versión: 01	Página: 3/7
---	--------------------------	----------------	----------------

1. Objetivo

Describir los métodos y criterios de calificación de riesgo de titularizaciones para valores utilizados por PCR. Hay que considerar que la presente metodología es complemento de la metodología de calificación de riesgo de titularizaciones.

2. Alcance

La presente metodología se aplica para valores de titularizaciones emitidos con cargo a un patrimonio autónomo constituido con la cesión de derechos de compra de valores donde los fondos obtenidos por la titularización son destinados al pago de los mencionados derechos de compra cedidos y a la compra de los valores contemplados en el derecho cedido. Aplica también para valores de participación del patrimonio autónomo.

La presente metodología debe utilizarse junto a la metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores¹; debe considerarse también que existen varios mitigantes en este tipo de estructuras como, por ejemplo, limitar la discrecionalidad en la utilización de los recursos recaudados por parte del deudor, además de los mecanismos de cobertura.

La calificación corresponde al análisis de cuan posible es que el deudor realice los pagos por los valores contemplados en el derecho cedido, considerando también que se pueda remitir el flujo de caja generado suficiente en una cuenta colectora restringida.

Para cualquier información se puede contactar al correo electrónico metodologias@ratingspcr.com.

3. Definiciones

Mecanismo de cobertura

Constituye el respaldo en favor de los inversionistas ante la presencia de cualquier riesgo que pueda afectar los activos o bienes objeto de un proceso de titularización. Los procesos de titularización pueden estructurarse incorporando uno o más mecanismos de cobertura, sean estos internos o externos o una combinación de estos.

Deudor

Hace referencia a cualquier persona quien esta directa o indirectamente comprometida contractualmente o por otro acuerdo para realizar pagos por los títulos valores contemplados en el derecho cedido.

Patrimonio autónomo

Es el constituido con los bienes o activos cedidos por una o más personas individuales o colectivas y afectados para el propósito de que, a cargo del patrimonio autónomo, se emitan valores.

4. Condiciones básicas

Elegibilidad de una titularización de títulos valores

Los procesos de titularización requieren de un presupuesto de ingresos y gastos del patrimonio autónomo, cuyo detalle debe constar en el respectivo contrato de cesión irrevocable de bienes y activos o declaración unilateral de cesión irrevocable de bienes y activos para titularización.

a. Características de los títulos valores contemplados en el derecho cedido

Existen tres requisitos básicos para poder estructurar una emisión de titularización de valores:

- Que los valores contemplados en el derecho cedido a titularizar generen un flujo de caja que sea matemática o estadísticamente determinable, y
- Que los valores contemplados en el derecho cedido a titularizar generen un flujo de caja igual o superior a los recursos necesarios para pagar a los inversionistas (capital y/o intereses) más gastos del patrimonio autónomo;
- Que no pese ninguna clase de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias, ni deben estar pendientes de pago de impuestos, tasas o contribución alguna sobre tales bienes ni sobre los flujos que generen.

¹Se considera previamente la calificación de riesgo de largo plazo local otorgada por PCR, la de otra calificadora local o la de su deuda no subordinada. También se consideran las calificaciones de solvencia (fortaleza) financiera y deudas de corto plazo. Si se cuenta con calificaciones de riesgo internacionales (registrada en NRSRO) y PCR considera que puede establecer equivalencias referenciales con dicha calificadora, se toma la calificación homologada. Además, cuando la entidad cuenta con calificaciones internacionales de diversas calificadoras NRSRO, se toma la de mayor riesgo. Las calificaciones deben contar con una antigüedad máxima de 12 meses contados a partir de su fecha de emisión. Sin embargo, PCR podría limitar su utilidad si se cree o espera que la capacidad de pago de dicha entidad se ha o está por deteriorarse. Las calificaciones de financiamiento estructurado u otras categorías diferentes a emisión de deuda, solvencia (fortaleza) financiera, son válidas sólo las otorgadas por PCR incluida las perspectivas.

Título: Metodología de calificación de riesgo de titularizaciones para valores	Código: PCR-MET-P-058	Versión: 01	Página: 4/7
---	--------------------------	----------------	----------------

b. Estructuras básicas

La estructura que sigue una titularización de valores es donde el administrador cede los derechos de compra al patrimonio autónomo y es el mismo patrimonio autónomo quien genera los flujos de caja a través del pago recibido por el deudor de dichos valores, estructura conocida como “pass-through”.

c. Participantes en la titularización

En la estructuración básica de una emisión por titularización de títulos valores, participan:

- Sociedad de Titularización, que es la sociedad anónima de objeto exclusivo autorizada por el regulador que administra y representa al patrimonio autónomo, ejerciendo asimismo el derecho de dominio sobre los bienes o activos que lo conforman. La sociedad de Titularización sirve de vehículo para la emisión de valores de titularización,
- El administrador bienes o activos, es la persona individual o colectiva encargada de cumplir las funciones de conservación, custodia y administración de los bienes o activos que conforman el patrimonio autónomo para titularización,
- Patrimonio autónomo, es el constituido con los bienes o activos cedidos por una o más personas individuales o colectivas y afectados para el propósito de que, a cargo del patrimonio autónomo, se emitan valores de titularización, e
- Inversionistas, son los tenedores de los valores emitidos por la Sociedad de Titularización por cuenta del patrimonio autónomo.

d. Valores que pueden emitirse

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización pueden ser de tres tipos, a saber:

- Valores de contenido crediticio: Los que incorporan el derecho a percibir el pago del capital y de los rendimientos financieros, en los términos y condiciones señalados en el valor respectivo.
- Valores de participación: Los que representan derechos de participación sobre el patrimonio autónomo. El valor de participación no tiene rendimiento fijo sino, que será el resultado de las utilidades o pérdidas que genere el patrimonio autónomo, y
- Valores mixtos: Son aquellos que resultan de una combinación de los dos tipos de valores descritos anteriormente, en las condiciones establecidas en los mismos.

Mecanismos de cobertura

La cobertura de riesgos de un patrimonio autónomo podrá contar con mecanismos externos e internos de cobertura, los cuales deberán estar claramente identificados en el proceso de titularización. Los mecanismos de cobertura de configuración interna más comunes son:

a. Exceso de flujo de caja

Este mecanismo consiste en crear una reserva con el margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por el flujo de caja y el rendimiento pagado al inversionista.

b. Fondo de liquidez

Consiste en destinar sumas de dinero para que el patrimonio autónomo atienda necesidades eventuales de liquidez. Dichas sumas pueden provenir del deudor o de parte de los recursos recibidos por la colocación de los valores. Asimismo, el deudor puede disponer la apertura de una línea de crédito automáticamente utilizable a favor del patrimonio autónomo.

Los mecanismos de cobertura de configuración externa son:

c. Garantía o aval

Avales o garantías conferidos por instituciones financieras y aseguradoras que no tengan vinculación con quien transfiere los activos o bienes al patrimonio autónomo.

d. Seguros de crédito

De acuerdo a lo previsto en los artículos 1106, 1107 y 1108 del Código de Comercio en concordancia con al Ley de Seguros. Consisten en la contratación de pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el administrador en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado.

Principales beneficios ofrecidos por la titularización

Los beneficios más buscados donde se lleva a cabo este tipo de transacciones, son los siguientes:

- Generación de margen de intermediación, al poder colocar una emisión en el mercado a una tasa de interés inferior a los rendimientos que la entidad deudora recibe por los activos que tituliza.
- En períodos de contracción monetaria, la titularización es un recurso extraordinario para la obtención de liquidez.

Título: Metodología de calificación de riesgo de titularizaciones para valores	Código: PCR-MET-P-058	Versión: 01	Página: 5/7
---	--------------------------	----------------	----------------

Aspectos crediticios de las emisiones

Los valores provenientes de procesos de titularización tienen sus riesgos para el inversionista, toda vez que la transferencia de derechos de compra de valores hacia el patrimonio autónomo conlleva al traslado del riesgo implícito hacia el inversionista final. Sin embargo, es posible estructurar la emisión de manera que su calidad crediticia sea excelente e inclusive mejor que la calidad crediticia de las obligaciones directas de la misma entidad deudora. Esto se logra a través de la incorporación a la estructura de la emisión de los mecanismos de cobertura y mejoramiento crediticio.

A pesar de que los mecanismos de cobertura buscan el mismo fin, minimizar el riesgo de pérdida para el inversionista, no todos surten idénticos efectos o tienen iguales implicaciones.

5. Condiciones específicas

Análisis previo

La calificación empieza con unos filtros previos donde se evalúan características de riesgo básicas que se enfrenta a partir de la cesión de derechos de compra de valores. Estos factores de riesgo son:

- Marco legal y cesión de derechos de compra de valores
- Características de los valores (idoneidad e integridad de los valores)
- El deudor de los valores

La etapa de análisis previo valida el cumplimiento de los requisitos y condiciones regulatorias exigidas. De no cumplirse con alguno de los factores antes mencionados, no se iniciará el proceso de determinación de la calificación de riesgo de titularizaciones para valores.

a. Marco legal y cesión de derecho de compra de valores

La cesión de derechos de compra de valores deberá cumplir los requisitos que correspondan para su constitución, acorde con las disposiciones de las normas aplicables conforme a lo dispuesto por la entidad reguladora.

b. Características de los valores (idoneidad e integridad)

Los valores deberán contener, además de los requisitos establecidos por normativa, los siguientes:

- Una denominación especial que la califique como tal, así por ejemplo "Valor";
- El número de orden del valor librado, el que corresponderá al número de serie y secuencia;
- La fecha de pago y el lugar donde debe efectuárselo. Si se estableciere el pago por cuotas, se indicará el número de cuotas, el vencimiento de las mismas y la cantidad a pagar por cada una de ellas, así como el saldo insoluto;
- La orden incondicional de pagar una suma determinada de dinero;
- La especificación clara, en números y letras del monto a pagar y la moneda en que se lo hará; y,
- La firma del emisor de dicho valor y el aceptante del mismo, es decir, el deudor u obligado o sus respectivos delegados.

El mecanismo de negociación de los valores debe contemplar la verificación de la idoneidad de la negociación entre el emisor del valor y el deudor (aceptante) conforme a las normas del país donde se negoció el valor. En el caso de un mercado bursátil es sabido que, convencionalmente, cuenta con procesos que incorporan dicha verificación. Además, los valores deberán seguir los procedimientos establecidos para su registro en dicho mercado bursátil y mantenimiento del mismo.

Por otro lado, en los mercados extrabursátiles, la verificación de la idoneidad de la negociación debe realizarse con la participación de intermediarios autorizados que podría ser, por ejemplo, una agencia de bolsa. Para tal efecto, estos mecanismos deberán contar con normas de autorregulación aplicables al caso y proporcionar toda la información necesaria para su evaluación. Se espera que la negociación considere mecanismos que mitiguen el riesgo de contraparte, tal como se haría en un mercado bursátil (estándar) el mismo que será parte de la calificación de riesgo de la titularización.

Asimismo, el proceso de liquidación y custodia de los valores deberá ser gestionado con una entidad de depósito de valores, tal es así el caso de los valores negociados a través de los mercados bursátiles. Para la negociación en mercados extrabursátiles se deberá verificar que el proceso de liquidación y custodia contemple registros contables de los valores materializados y desmaterializados, la prioridad y garantía de los pagos y custodia de los mismos.

c. El deudor de los valores

Una vez identificado al deudor del valor se procederá a evaluar su riesgo existente sobre la base de una

Título: Metodología de calificación de riesgo de titularizaciones para valores	Código: PCR-MET-P-058	Versión: 01	Página: 6/7
---	--------------------------	----------------	----------------

calificación de largo plazo. En este sentido, las calificaciones de riesgo de PCR (u otras que se consideren confiables) constituyen indicadores directos para medir el riesgo asociado. Sin embargo, PCR puede no aceptar calificaciones de riesgo de terceros si considera que la calificación no refleja razonablemente la capacidad de pago del deudor. Para las calificaciones internacionales o de otros mercados se debe considerar el riesgo soberano.

En otros casos, el riesgo está determinado por los factores que se consideran en la metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores.

Metodología (análisis de factores cuantitativos y cualitativos)

En las titularizaciones de valores el riesgo del deudor (a través de su calificación) es en principio tomado como ancla para la calificación de riesgo de los valores de titularización, y se considera de manera adicional en la adecuada estructuración financiera y legal para garantizar un sistema apropiado de traspaso de flujos que no afecte la solvencia del mismo y permita cubrir los pagos a los inversionistas.

Los principales factores de análisis cuantitativos y cualitativos son:

- Mecanismos de cobertura,
- La estructura de la titularización.

a. Mecanismos de cobertura

Para el análisis se revisará también algunas métricas de deuda que se consideren apropiados. Uno de los importantes es la cobertura de servicio de deuda proyectada (flujo de caja dividido por el servicio de deuda, ambos de la titularización) y el ratio de cobertura de liquidez. De manera conjunta la cobertura podrá ser muy fuerte, fuerte o moderada.

El ratio de cobertura servicio de deuda podría variar significativamente a lo largo del periodo de titularización, dependiendo de las características de la transacción, por lo que se analizará la información histórica y la proyección. El ratio se mide como los derechos de pago o ingresos colectados por un periodo específico entre el servicio de deuda. Para el análisis se revisará los ingresos colectados desde el deudor a la fecha de corte y la proyección.

El ratio de cobertura de servicio de deuda determina:

Muy fuerte	4 – más	Entre 2 o 3 <i>notches</i> (niveles)
Fuerte	2 – 4	Entre 1 o 2 <i>notches</i> (niveles)
Moderado	Menor al 2	Igual a la calificación ancla

Asimismo, se analizará la utilización de un fondo de liquidez u otros mecanismos de cobertura o garantía líquida en la estructura que contribuyan al normal pago de las obligaciones del patrimonio autónomo. Para el análisis se revisará la importancia porcentual del mecanismo de cobertura o garantía respecto al monto de la emisión.

El ratio de cobertura de liquidez determina:

Fuerte	Mayor al 5% de la emisión	Entre 1 o 2 <i>notches</i> (niveles)
Moderado	Menor al 5% de la emisión	Igual a la calificación ancla

En suma, la calidad del efectivo es evidentemente más alta y más estable que la calidad de flujos que se convertirán en efectivo en el futuro. Entonces, el monto de efectivo requerido es menor en comparación con otro mecanismo de cobertura menos líquido para finalmente incrementar en cierto nivel la calidad crediticia de los valores de titularización, es decir, un reducido fondo de liquidez puede mejorar moderadamente la capacidad de pago.

b. La estructura de la titularización

Dependiendo de la estructura de la transacción, el administrador (Sociedad de Titularización) puede transferir los ingresos directamente al patrimonio autónomo. Su estructura puede ser adecuada o inadecuada. Cualitativamente, se espera que la estructura de financiamiento cuente con cuentas colectoras donde los flujos de cajas deben ser enviados directamente y los excedentes luego retornan al deudor. Se espera también que exista un procedimiento de recaudación de tal manera que el deudor pague directamente a la cuenta colectora para fondar el pago del servicio de deuda titularizada. Cualquiera de estos aspectos podría restringir los incrementos en la calificación definidos cuantitativamente.

En general, se espera que la estructura sea adecuada, por lo que la calificación de la titularización dependerá básicamente de los mecanismos de cobertura de la titularización.

Categorías de calificación

- Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) ²

Nivel Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Califica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento.
	DP	Acciones preferentes con atraso en pago de dividendos preferentes.
	E	Corresponde a aquellas acciones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

A las escalas de calificación de instrumentos de financiamiento estructurado se les añadirá como sufijo la letra "e" para resaltar que se trata de instrumento de alta complejidad.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B inclusive. Adicionalmente, las escalas locales serán identificadas añadiendo un prefijo de acuerdo con la identificación asignada a cada mercado³.

² En PCR se tiene establecidos código para cada metodología y categoría de calificación utilizada. Para Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) es PCR-MET-P-520.

³ La nomenclatura que se utiliza corresponde a la codificación internacional en base a la Norma ISO 3166-1 alfa-2, sistema de códigos de dos letras.