

Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas

Metodología Maestra

Alcance

Estas metodologías proporcionan un marco general aplicable a todas las calificaciones nuevas y existentes de transacciones de financiamiento estructurado (FE) a nivel global, incluyendo valores respaldados por hipotecas residenciales (RMBS; *residential mortgage-backed securities*) y valores respaldados por hipotecas comerciales (CMBS; *commercial mortgage-backed securities*), valores de deuda respaldados por activos (ABS; *asset-backed securities*), y calificaciones de créditos estructurados. Cualquier metodología de calificación publicada por Fitch Ratings y específica a una clase de activo deberá ser considerada, conjuntamente con esta metodología.

Factores Clave de Calificación

Cada uno de los factores clave de calificación mencionados son de igual importancia para el análisis.

Aislamiento del Activo y Estructura Legal: Las transacciones de FE son estructuradas para aislar, o “desvincular” un conjunto de activos subyacentes del riesgo crediticio del propietario original u originador de esos activos. El objetivo es que la exposición a riesgo de crédito de la transacción se relacione principalmente con el grupo de activos en sí mismos, en lugar del riesgo de crédito idiosincrásico del originador. En ausencia de otros factores, el aislamiento efectivo de los activos del riesgo crédito del originador puede permitir que las transacciones de FE logren una calificación más alta que la del propio originador.

Calidad del Activo: Fitch analiza las características crediticias de los “activos” para derivar una expectativa de pérdida bajo un escenario base. Este supuesto es estresado en cada categoría de calificación sucesiva, de tal manera que las emisiones de deuda calificadas en las categorías de grado de inversión alto (es decir, ‘AAA’sf’ y ‘AA’sf’) tengan expectativas de pérdidas consistentes con escenarios de estrés de severidad alta remotos.

Estructura Financiera: La mejora crediticia y las características estructurales son consideraciones claves en la evaluación de la estructura financiera. La calificación asignada por Fitch a cada bono refleja si existe suficiente mejora crediticia disponible para soportar las pérdidas dado el incumplimiento potencial en el colateral subyacente en el escenario de calificación correspondiente. Fitch analizará las características estructurales, incluyendo la estructura de amortización de los bonos.

Riesgo de Contraparte: El análisis de Fitch se basa en que todas las contrapartes de FE tienen el conocimiento operacional y las capacidades para desempeñar las funciones para las cuales están contractualmente obligados a desempeñar. Fitch analiza cualquier dependencia de contraparte, tales como las provisiones de derivados, cuentas bancarias, o garantías financieras, ya que estas representan una exposición operacional o de crédito más allá del portafolio de activos bursatilizados. Si un aislamiento suficiente de cualquier crédito material o riesgo operacional introducido por una contraparte no se alcanza, la calificación de los bonos FE podría no exceder la de aquella contraparte que introduce tal riesgo.

Revisión Operacional: El originador, el administrador y el administrador de activos de obligaciones de deuda colateralizada (CDO; *collateralized debt obligation*) pueden afectar el desempeño de los activos subyacentes, y en consecuencia, a la transacción de FE. Cuando

Tabla de Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Limitaciones	2
Aislamiento del Activo y Estructura Legal	2
Calidad del Activo	4
Estructura Financiera	6
Riesgo de Contrapartes	10
Revisión Operacional	11
Evaluación de Riesgo de Cambio Climático	12
Seguimiento	12
Calificaciones Asignadas a Obligaciones Swap de SPV de FE	14
Sensibilidad de Supuestos de Calificación	15
Investigación Razonable	15
Transacciones Calificadas Solamente Según la Metodología Maestra	15
Variaciones de la Metodología	16
Calificación Implícita de Modelo	16
Divulgaciones de la Metodología	17
Apéndice 1: Vehículos de Propósito Especial en Transacciones de FE	18
Apéndice 2: Bonos Rebersatilizados de Finanzas Estructuradas	24
Apéndice 3: Canje Forzoso de Deuda	26
Apéndice 4: Límites y Restricciones de Calificación	29
Calidad de la Cartera y de la Información	29
Concentración de Activo y Volatilidad de Desempeño	31
Exposición a Valor de Mercado Excesivo	36
Dependencia Soberana	37
Dependencia de Terceras Partes	37
Incentivos de las Partes de la Transacción	38
Apéndice 5: Bursatilizaciones Sintéticas	39
Análisis de Calificación	40

Este reporte de metodología reemplaza aquel con el mismo título publicado el 1ero de marzo de 2023. Asimismo, es una traducción del reporte de metodología “Global Structured Finance Rating Criteria”, publicada el 19 de enero de 2024.

Los reportes de metodología vigentes en español mencionados a lo largo de este reporte de metodología pueden consultarse dando clic [aquí](#).

Metodología Relacionada

Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos

Metodología de Calificación de Contraparte de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Apéndice de Derivados)

Metodología de Calificación de Riesgo País para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos

Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria

New Asset FE Rating Criteria Addendum

Non-Performing Loan Securitizations Rating Criteria

proceda, Fitch revisa los procesos operacionales de cada originador y administrador que participa en la transacción de FE calificada.

Límites de Calificación: Fitch puede ver ciertas características de transacciones de FE incompatibles con ciertas categorías de calificación y así aplica un límite a la calificación como se describe en el “Apéndice 4: Límites y Restricciones de Calificación”.

Limitaciones

Las calificaciones, y las observaciones y perspectivas de calificación asignadas por Fitch están sujetas a las limitaciones especificadas en el documento “Definiciones de Calificación” de Fitch, disponibles en su sitio web. Además, las calificaciones dentro del alcance de esta metodología están sujetas a las siguientes limitaciones específicas que se presentan a continuación.

El análisis de calificación de Fitch está basado en el marco legal relevante vigente y por lo general no considera el impacto de cambios inesperados en la ley (incluyendo legislación relacionada con impuestos). Cambios a la ley son analizados como eventos crediticios, como se describe en la sección de Seguimiento de este reporte. La implementación de un cambio no previsto en la ley puede tener un impacto en las calificaciones asignadas. Cuando el marco legal relevante no se considera lo suficientemente robusto, Fitch puede aplicar un límite de calificación o puede no asignar calificaciones a cualquier nivel [para más detalle, ver “Apéndice 4: Límites y Restricciones de Calificación”].

Específicamente en relación con los vehículos de propósito especial (SPV; *special purpose vehicle*), el análisis de calificación de Fitch no considera el riesgo de un desafío irritante o molesto, la posibilidad de un cambio en el régimen legal o fiscal y el fraude.

La evaluación de la calidad del activo (incluyendo el portafolio y la calidad de los datos), la robustez de la estructura financiera, los riesgos operacionales, la dependencia en el soberano, aspectos de contrapartes, o problemas específicos de la estructura legal podrían hacer que Fitch no califique una transacción, o que limite la calificación máxima alcanzable en el análisis de la agencia. Las áreas centrales donde tales restricciones pueden aplicar son generalmente detalladas en el “Apéndice 4: Límites y Restricciones de Calificación” y en la metodología de Fitch, “Structured Finance and Covered Bonds Country Risk Rating Criteria”.

Aislamiento del Activo y Estructura Legal

En su análisis de transacciones nuevas de FE, Fitch revisa si los siguientes principios están integrados adecuadamente en la estructura de la transacción.

La característica distintiva de una transacción de FE es el aislamiento, o “desvinculación”, de una cartera de activos subyacente del riesgo crediticio corporativo del propietario original, u “originador”, o “administrador de activos” de estos activos. La aspiración es que el riesgo de crédito de la transacción se relacione principalmente con el riesgo de la cartera de activos en sí, en lugar de con el riesgo crediticio idiosincrásico del originador. Excepto en los casos y en la medida establecida en las metodologías de clases de activos específicos, en FE esto típicamente se logra mediante la venta de una cartera de activos identificable y específica, ya sea directa o indirectamente, a un SPV de modo que ni los activos ni sus ingresos volverán a ser considerados como parte del estado de insolvencia del originador o del vendedor en caso de su insolvencia.

Generalmente, el SPV emite deuda y utiliza el producto de la emisión para adquirir activos generadores de efectivo (o activos cargados en el caso de transacciones sintéticas fondeadas). El SPV transfiere el efectivo que recibe de los activos al pago de intereses de la deuda y, en la mayoría de los casos, para amortizar (total o parcialmente) su deuda. Un ejemplo de una excepción a esto son las transacciones sintéticas que pueden no emitir deuda, pero proporcionan una exposición sin financiamiento a los activos de referencia [ver “Apéndice 5: Bursatilizaciones Sintéticas”].

Los SPV son a menudo descritos como “insolvencia remota” ya que el riesgo de que la transacción sea interrumpida por la insolvencia del originador de los activos o por la matriz del SPV se convierte en un riesgo remoto debido a las características estructurales de la transacción. A diferencia de las empresas operadoras, los SPV están restringidos por sus documentos de formación y transacción, y no tienen la capacidad de pedir prestado o recaudar capital para remediar el déficit de flujo de caja o de activos, propiedad o los problemas

Analistas

Alla Sirotic
+1 212 908 0732
alla.sirotic@fitchratings.com

Global
Rui Pereira
+1 212 908 0766
ruiperira@fitchratings.com

EE.UU. y Latinoamérica
María Paula Moreno
+57 601 2413257
maria.moreno@fitchratings.com

Europa, Oriente Medio y África
Susanne Matern, CFA
+49 69 768076 237
susanne.matern@fitchratings.com

Asia Pacífico
Ben McCarthy
+61 2 8256 0388
ben.mccarthy@fitchratings.com

Finanzas Estructuradas Intersectorial Global
Gregory J. Kabance
+1 312 368 2052
gregory.kabance@fitchratings.com

estructurales de la transacción. Las restricciones legales sobre un SPV limitan las actividades de negocio que tiene permitidas. Por lo anterior, la transacción se protege, en la medida de lo posible, de los riesgos crediticios que presentan las actividades secundarias que podría realizar un SPV y que no están relacionadas con la transacción.

Como su nombre lo sugiere, los SPV para transacciones de FE son establecidos para un propósito específico y limitado, con el fin de emitir bonos de FE, y tener una existencia legal separada e independiente de sus empresas controladoras. El SPV, por lo tanto, proporciona una mejor predictibilidad de resultados, comparado a los créditos corporativos, ya que los factores de riesgo asociados con una transacción de FE se encuentran delimitados principalmente a la cartera de activos transferidos al SPV.

Fitch asigna calificaciones a una variedad de transacciones que utilizan muchas formas legales diferentes de SPV. La forma legal de la organización estará regulada por la ley local de la jurisdicción donde se creó el SPV y determinado por el patrocinador (*sponsor*). El SPV de una transacción de FE es, por lo general, una compañía con responsabilidades limitadas, un fideicomiso, una sociedad de responsabilidad limitada u otra forma de persona jurídica (según la legislación local del lugar donde se ha establecido). El análisis de Fitch sobre el aislamiento de la insolvencia y los principios aplicados se detallan en el Apéndice 1 de este reporte.

Este análisis no se repetirá durante la vida de la transacción a menos que se identifique algún cambio sustancial.

Opiniones Legales y Documentos de la Transacción

Los documentos de constitución del SPV, los documentos relacionados con una transacción en particular y las opiniones legales asociadas indican el alcance de la separación de los activos con respecto al riesgo de insolvencia del vendedor y la solidez de la estructura de una transacción en particular y, en consecuencia, el grado de desvinculación de los activos del cedente y del SPV de afiliadas.

Los analistas de Fitch revisarán los documentos relevantes de la transacción al asignar nuevas calificaciones, con el fin de determinar si reflejan la transacción y su estructura, tal como esta se ha presentado a Fitch. Los analistas pueden dirigir preguntas al patrocinador de la transacción u otras contrapartes de la transacción y/o sus abogados acerca de los contenidos de estos documentos o buscar una explicación del impacto sobre el análisis de la calificación de ciertas provisiones incluidas en los mismos.

Fitch espera opiniones legales que abarquen lo siguiente en relación con la exigibilidad de los documentos de la transacción: (i) las leyes de la jurisdicción(es) donde se han formado/incorporado cada uno de los SPV relevantes y otras ciertas partes relacionadas con la transacción; (ii) las leyes que gobiernan los documentos de la transacción y (iii) las leyes que gobiernan la transferencia de los activos, salvo en los casos y en la medida establecida en las metodologías específicas de cada clase de activos.

Cabe señalar que algunas o todas las leyes pertinentes son distintas y Fitch espera que las opiniones legales pertinentes cubran todas las leyes relevantes. Esta práctica puede variar para determinadas jurisdicciones relacionadas con calificaciones en escala nacional. Excepto en los casos y en la medida establecida en los criterios de clases de activos específicos, se espera que las opiniones legales aborden la naturaleza de las diversas transferencias en la transacción y provean garantías de que los activos transferidos al SPV (i) no serán sujetos a ser recuperados o "retomados" por el vendedor de los activos al SPV en caso de insolvencia del vendedor de dichos activos, y (ii) no se consolidarán con los activos de la matriz u otra parte controladora al producirse la insolvencia de dicha parte (ni el propio SPV se consolidará con dicha parte en el caso de insolvencia de dicha parte).

Excepto en los casos y en la medida establecida en las metodologías de clases de activos específicos, Fitch también espera opiniones que abarquen la exigibilidad (incluso en caso de insolvencia de alguna de las partes pertinentes) de la transferencia de la garantía/propiedad relacionada, si es que existen, entre los cedentes y los cesionarios, incluyendo pero no limitando a la garantía a favor del fiduciario del fideicomiso o del fiduciario de garantías.

Opiniones generales corporativas y de exigibilidad indican que los deberes y obligaciones impuestos sobre, y los contratos celebrados por el emisor y otras contrapartes relevantes son

válidos y vinculantes, y ejecutables contra el emisor (así como otras contrapartes) de acuerdo con sus términos. Opiniones relacionadas con factores impositivos abarcan la situación del emisor (y otras partes pertinentes) en la transacción y, en determinadas circunstancias, indican si dicha entidad será responsable del pago de impuestos, y si es así, la cuantificación de tales cantidades. Las opiniones legales también deben abordar otros asuntos pertinentes a cada clase particular de activos, como se establece en las metodologías para tal clase de activo.

En la medida que los abogados relacionados con la transacción no puedan entregar una opinión “limpia” sobre un asunto en particular, Fitch espera que dichos abogados identifiquen y expliquen el impacto de dicho riesgo. Podría ser el caso que los riesgos legales residuales hagan imposible que Fitch califique los títulos de deuda pertinentes.

Calidad del Activo

Clases de Activos

Las transacciones de FE están respaldadas por una gama amplia de activos financieros. Créditos hipotecarios garantizados por propiedades residenciales y comerciales, activos de consumo tales como cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, créditos de consumo y créditos automotrices, así como préstamos y títulos de deuda corporativos, son los activos más comúnmente bursatilizados. Fitch utiliza cuatro categorías generales para clasificar las transacciones de FE: RMBS, CMBS, ABS y Créditos Estructurados. Dentro de estos sectores existe una variedad de subsectores, tales como, el sector ABS incluye activos de consumo (créditos automotrices, tarjetas de crédito, créditos de consumo y préstamos estudiantiles) y activos comerciales (contratos de arrendamiento de aviones, préstamos de franquicias y flujos futuros ligados a empresas), así como papeles comerciales respaldados por activos (ABCP; *asset-backed commercial paper*).

Para más detalle, ver metodologías de sector específico o metodologías personalizadas de Fitch en www.fitchratings.com

Análisis de Incumplimientos y Pérdidas

El repago del capital e intereses de los créditos subyacentes y del colateral se usa para pagar los bonos calificadas en las transacciones de FE. Fitch típicamente analiza las características crediticias de los “activos” con el fin de derivar una expectativa de pérdida de acuerdo a un escenario que refleje las expectativas macroeconómicas de Fitch. Esto se conoce comúnmente como el escenario base, y se evalúa en comités de calificación o en la preparación de metodologías de sector específico o metodologías personalizadas. El escenario base solo describe las pérdidas esperadas de activos, sin reflejar las características estructurales de la transacción que potencialmente reducirían dichas pérdidas. Las opiniones de Fitch respecto al escenario base son consideradas por un comité de calificación, típicamente con base en valores derivados a través de alguno de los siguientes enfoques.

- Asignando una probabilidad de incumplimiento y una severidad de pérdida o tasa de recuperación para cada crédito individual basado en las características de cada crédito, usando el resultado de modelos de calificación como base para la discusión del comité. La tasa de pérdida de la cartera subyacente se calcula usando modelos de incumplimiento y de severidad de pérdida o de tasa de recuperación o modelos de pérdida de préstamos. Este enfoque se usa generalmente en el análisis de RMBS y de transacciones CMBS en Estados Unidos con múltiples deudores.
- Analizando el portafolio de activos basándose en el desempeño histórico del originador con el fin que el comité de calificación derive una pérdida esperada. Este enfoque a menudo se usa en la calificación de transacciones ABS.
- Asignando una probabilidad de incumplimiento y tasa de recuperación con base en las opiniones de crédito o sistemas de calificación internos del banco para activos individuales (solo para portafolios granulares). Este enfoque es comúnmente aplicado para transacciones de créditos estructurados.

Además de derivar un escenario base, las expectativas de pérdida son generadas con base en supuestos cada vez más severos. La pérdida esperada es mayor para cada calificación sucesiva por encima de ‘Bsf’, de tal manera que los títulos sean calificados en las categorías de grado de

Fitch analiza generalmente las características crediticias de los activos para derivar una expectativa de pérdida que refleje un resultado altamente probable, si es que las condiciones se mantienen dentro de las expectativas actuales, la cual es comúnmente conocida como escenario base.

inversión alto (es decir, 'AAAsf' y 'AAsf') solamente si tienen mejora crediticia suficiente para estar aislados de las expectativas de pérdida consistentes con escenarios de calificación mayores.

Fitch utiliza una filosofía de calificación prospectiva que busca un enfoque "a través del ciclo" en los escenarios de calificaciones más altas y un enfoque basado en expectativas para los escenarios de calificaciones más bajas; es decir, en los primeros, se espera que los supuestos de pérdida reflejen un escenario remoto de estrés que permanezca estable en el tiempo, mientras que los segundos reflejan supuestos que se relacionan más de cerca con las expectativas de desempeño del activo formadas en ese tiempo. Las calificaciones 'AAAsf' y 'AAsf' de Fitch indican un riesgo de impago relativo más bajo o muy bajo, y es improbable que la capacidad de repago se vea afectada negativamente por eventos predecibles.

Las expectativas de pérdida en las categorías de calificación más altas a menudo se expresan como un múltiplo de la estimación de pérdida del escenario base. Por ejemplo, una cartera de activos puede esperar pérdidas de 2% en un escenario base, pero en un escenario de estrés 'AAAsf', se esperaría que la cartera de activos soporte pérdidas 5.0 veces (x) más altas que las del escenario base, o 10% del saldo de la cartera de activos. Si el escenario base luego cambió acorde con las expectativas a unas pérdidas de 2.5%, las pérdidas en el escenario 'AAAsf' podrían no cambiar tanto como las pérdidas en el escenario 'Bsf' y, para algunos sectores, podrían mantenerse cerca del 10% ya que el múltiplo aplicado disminuiría a 4.0x.

Para clases de activos granulares con portafolios homogéneos, tales como las transacciones RMBS o ABS de préstamos de consumo, Fitch aplica múltiplos determinísticos. Para clases de activos con portafolios menos granulares (pero no activos únicos o portafolios de préstamos grandes muy concentrados) o portafolios que muestran concentración en un sector, Fitch aplica estreses adicionales conforme a las metodologías de sector específico, para determinar los múltiplos apropiados asociados a escenarios de calificación más altos.

Como ejemplo de la calibración de los supuestos de calificación de incumplimiento dentro de las metodologías específicas del sector, el reporte de metodología "CLOs and Corporate CDOs Rating Criteria" describe cómo Fitch calibró su metodología de CDO mediante una evaluación comparativa de los resultados de los modelos con el punto máximo de las tasas de incumplimiento. Específicamente, el modelo fue calibrado para reflejar la opinión de que los bonos de CDO calificadas en la categoría de 'Asf' y por encima se desempeñan bien en situaciones de estrés con una severidad similar a la recesión que generó las tasas de incumplimiento máximas, con poca vulnerabilidad al incumplimiento. En otras palabras, la calibración se diseñó de modo que la protección dada a los bonos CDO calificadas en la categoría "Asf" y mayores estuviera en o fuera superior a las tasas de incumplimiento máximas históricas.

Mientras la mayoría de las transacciones de FE son respaldadas por una cartera granular de activos, otras son respaldadas por carteras más concentradas (por ejemplo, obligaciones de préstamos colateralizados y CMBS). Además, ciertas transacciones no dependen completamente de la calidad crediticia de su cartera de activos, sino que se encuentran relacionadas crediticiamente con entidades subyacentes o proveedores de garantías. Estas entidades subyacentes incluyen entidades corporativas individuales, instituciones financieras, municipalidades, soberanos y garantes financieros.

En caso que las estructuras no tengan el respaldo de una entidad individual o de una cartera diversificada de activos, sino que tengan una cartera concentrada con varias exposiciones importantes (por ejemplo CMBS), los datos históricos de incumplimiento pueden resultar menos relevantes. Esto también puede ser el caso con carteras que fueron originalmente diversificadas, pero con el tiempo, conforme amortizaban al acercarse el vencimiento, se volvieron concentradas. Fitch usará ciertos niveles de estrés determinístico que le permitan asegurar que la cartera no se encuentra demasiado expuesta al riesgo de impago de estas importantes exposiciones. Varias clases de activos usan matrices de concentración que llevan a Fitch a suponer que una o varias de las exposiciones grandes dentro del portafolio incumplen. El número de exposiciones incumplidas dependerá del nivel de calificación analizada.

Mientras que Fitch asigna calificaciones de largo plazo a la mayoría de los bonos de FE, algunas calificaciones de FE se asignan en escala de corto plazo. Cuando se asignan calificaciones de corto plazo, Fitch publica una metodología específica, por ejemplo, para papeles comerciales respaldados por activos, o bien, utiliza supuestos para las calificaciones de corto plazo que están

Ciertas transacciones de FE no dependen de una cartera diversificada de activos; algunas pueden estar relacionadas, en términos de crédito, con entidades subyacentes o con proveedores de garantías, mientras otras están respaldadas por carteras más concentradas.

alineados con los supuestos para las calificaciones equivalentes de largo plazo en sus metodologías de calificación específicas del sector o personalizadas. El nivel de estrés de calificación de largo plazo que se aplica es con base en la relación entre las calificaciones de Fitch de corto plazo y de largo plazo para Finanzas Corporativas y Finanzas Públicas. Para los casos en que más de una calificación de largo plazo de Finanzas Públicas o Finanzas Corporativas se asocie con una calificación de corto plazo individual, Fitch aplica los supuestos de estrés de calificación asociados a la calificación de largo plazo más alta.

Las metodologías de calificación específicas del sector o personalizadas pueden incluir un tratamiento específico que se aplica cuando se asignan calificaciones de corto plazo.

Suficiencia de la Información

Fitch deriva sus supuestos de metodologías de calificación de FE tomando como referencia datos especificados en metodologías de calificación específicas del sector o personalizadas. La suficiencia de tales datos también se describirá en las metodologías de calificación específicas del sector o personalizadas, junto con cualquier limitante en la suficiencia de los datos que haya conducido a un límite de calificación en ese sector.

Como parte del análisis de las transacciones cuando proceda, Fitch espera recibir información histórica de desempeño del originador para el conjunto de activos a ser bursatilizados por el período más largo de: (a) cinco años, y (b) un período que cubra todas las fases de por lo menos un ciclo económico. Si la información específica del originador no está disponible, información de desempeño histórica del mercado en cuestión que cubra al menos ese mismo plazo a menudo puede servir para proporcionar información aproximada. Este sería el caso en particular para las clases de activos donde la información del originador provee una limitada contribución al desempeño esperado del activo (por ejemplo, activos originados para el mercado de préstamos sindicados).

Fitch lleva a cabo un análisis de flujo de caja para evaluar la estructura financiera especialmente donde se utilizan derivados o donde exista una dependencia considerable al exceso de interés.

Estructura Financiera

Mejora Crediticia

La mejora crediticia es un componente clave en FE, puesto que es el mecanismo que protege a los tenedores de bonos de las pérdidas del activo subyacente. Las calificaciones de Fitch para cada bono reflejan si los bonos tienen suficiente mejora crediticia disponible para soportar el impago ante pérdidas de la cartera del activo subyacente que Fitch espera de acuerdo al escenario de calificación del bono pertinente. La mejora crediticia puede provenir de fuentes internas, tales como la subordinación, exceso de interés o sobrecolateralización, o externamente, como una garantía financiera proporcionada por un tercero, la provisión de un fondo de reserva, capital externo, o una combinación de los mencionados. Por lo general, las transacciones de FE vinculadas a un crédito no tienen mejora crediticia adicional; en lugar de eso, la calificación depende de la entidad subyacente o del proveedor de garantía.

Características Estructurales

El enfoque de Fitch para analizar las diferentes estructuras se describe en reportes de metodologías de flujos de caja o de activos específicos. El modelo de flujo de caja reflejará la estructura de la transacción correspondiente, al medir lo adecuada que resulta la mejora crediticia en cada nivel de calificación. Fitch generalmente adecuará el modelo de flujo de caja para reflejar cualquier característica estructural que no sea parte del modelo base. Sin embargo, Fitch puede no modelar ciertas características estructurales si la agencia considera que tienen un impacto inmaterial bajo los escenarios de calificación pertinentes. Las metodologías de flujo de caja incluyen varios supuestos de estrés que se aplican a los diferentes niveles de calificación. Los estreses pueden incluir, aunque no se limitan a:

- niveles de estrés de prepagos altos y bajos;
- compresión de la tasa de interés de los activos para someter a estrés los niveles de ingresos;
- incumplimientos y pérdidas concentradas al principio o al final (u otro momento);
- estrés de tasa de interés de los bonos para evaluar la importancia de las exposiciones sin cobertura, así como los costos de acarreo asociados con los activos en incumplimiento [*para más detalle, ver el reporte de metodología "Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria"*];

- estrés de riesgo de base para evaluar las exposiciones sin cobertura en relación con diferentes bases de tasa de interés para activos y pasivos; y
- estrés de tipo de cambio de moneda para evaluar las exposiciones a riesgos monetarios sin cobertura.

El alcance y la naturaleza de los niveles de estrés en el flujo de caja adoptados dependerán de la clase y el tipo de activos involucrados y de la estructura financiera de la respectiva transacción. Por ejemplo, Fitch puede adoptar los niveles de estrés diseñados específicamente a transacciones en los casos en que los flujos de caja dependan en gran medida de los términos y las condiciones de derivados involucrados.

Las calificaciones de Fitch de instrumentos FE típicamente consideran la probabilidad de recibir pagos de acuerdo con los términos y condiciones de los bonos, tal y como se describen en los documentos de la transacción. La agencia, por lo tanto, modela los distintos términos de interés (por ejemplo, mecanismos de aplazamiento de interés) detallados en los documentos y analiza su impacto. *[Para más detalles sobre los casos en que se pueden asignar calificaciones que no reflejan los términos y condiciones de los bonos, por favor consulte el "Apéndice 4: Límites y Restricciones de Calificación"].*

Si bien el pago total de los bonos se basa típicamente en una fecha de vencimiento esperada, la calificación de Fitch contempla el pago completo del capital en la fecha de vencimiento legal, la cual, a menudo, puede estar fijada varios años después de la fecha de vencimiento esperada. El análisis de calificación de Fitch evalúa si la distribución de intereses y los ingresos de principal, incluyendo las recuperaciones de los activos que han incumplido, serán suficientes para pagar el principal de los bonos en la fecha de vencimiento legal.

Cuando los bonos no están estructurados para permitir diferimientos o insuficiencias de interés y las notan no reciben su interés completo en la fecha especificada de pago, Fitch considerará dichos bonos como incumplidos, y las calificaciones de los bonos serían bajadas a categoría 'Dsf' para registrar el incumplimiento en los estudios de transición de Fitch, a menos que el monto incumplido sea considerado inmaterial para la opinión de la calificación. Por ejemplo, esto podría aplicarse a un pago incumplido muy pequeño como resultado de un gasto muy grande por una sola vez *[ver sección de "Seguimiento"]*. Las calificaciones de los bonos pueden posteriormente ser elevadas de 'Dsf' para reflejar las expectativas futuras de desempeño para bonos donde todo el interés incumplido ha sido repagado en su totalidad, y no se proyectan diferimientos de intereses en el escenario base esperado.

Período de Gracia

Fitch considera que un incumplimiento (calificación de 'Dsf') conlleva el impago del principal o de los intereses al vencimiento, de acuerdo con los términos y condiciones de la obligación calificada (más un período de gracia de 30 días naturales o el tiempo permitido por la documentación de la transacción tras el impago, el menor de los dos). Cuando en la documentación no se especifique ningún período de gracia, Fitch podrá calificar a un período de gracia consistente con el de obligaciones similares en el mercado, pero que no exceda 30 días naturales. En el caso de impagos causados por ciertas interrupciones operativas ajenas al emisor *[ver sección de "Pago por Causa de Fuerza Mayor"]*, por lo general, Fitch aplicará un período de gracia de hasta 30 días naturales antes de bajar la calificación a incumplimiento.

Estructuras Prorrata

Los bonos preferentes en transacciones FE con una estructura de pago prorrata son particularmente sensibles al momento y ritmo de cualquier deterioro en el desempeño, ya que los fondos que podrían haber sido utilizados para incrementar la mejora crediticia para las series preferentes son pagados como principal a las series más subordinadas o a las deudas no calificadas.

Pérdidas totales menores que ocurren más tarde en la vida de la transacción pueden de esta manera ser más perjudicial para los tenedores de los bonos preferentes, que mayores pérdidas que se concentran al inicio. Además, características estándares de protección crediticia podrían no proteger los bonos preferentes de manera efectiva ante un deterioro en el desempeño. Por ejemplo, un exceso de margen financiero alto podría prolongar las pérdidas prorrata, lo que

potencialmente sería más perjudicial para los bonos preferentes si el desempeño del activo con posterioridad se deteriora.

Las estructuras prorrata pueden ser híbridas o puramente prorrata. Las estructuras híbridas son más comunes que las estructuras puramente prorrata. Las estructuras híbridas cambian desde pagos prorrata a secuenciales y viceversa, cuando ciertos detonantes son alcanzados y con el objetivo general de acelerar el pago de los bonos preferentes cuando el desempeño de la transacción se deteriora. La efectividad de la protección para los tenedores de bonos preferentes depende de la naturaleza de estos detonantes, el momento en que estos detonantes son alcanzados, como estos detonantes interactúan con otras características estructurales (lo más destacado es la presencia de un período de revolvencia) y las características del portafolio de activos, ya que pueden evolucionar durante su amortización.

Para dar cuenta de estos riesgos, Fitch analiza pruebas específicas a la transacción y a los detonantes, considerando escenarios de estrés para las variables relevantes (por ejemplo, la velocidad de los prepagos, la distribución del incumplimiento, la disponibilidad de exceso de margen financiero, la composición del portafolio, el desempeño del portafolio durante el período revolvente con referencia a las variables de desempeño que impulsan los detonantes de prorrata, entre otros) que podrían ir más allá de aquellos especificados en la metodología de sector específico aplicable. Ante la ausencia de mitigantes, los bonos preferentes de estructuras prorrata necesitarían más soporte crediticio para la misma calificación que aquellas en una estructura secuencial.

Períodos Revolventes

En algunas ocasiones las transacciones de FE presentan períodos revolventes, durante los cuales, por un tiempo específico, la cobranza de principal es usada para comprar activos adicionales en lugar de amortizar los bonos. Los períodos revolventes exponen a los tenedores de bonos a riesgos adicionales a través de un horizonte de riesgo mayor, movimientos adversos en la calidad del activo y estándares de originación, e incrementos en los niveles de incumplimiento en comparación con portafolios estáticos.

Fitch analizará los mitigantes estructurales a estos riesgos, algunos de los cuales Fitch ha observado que son detonante de amortización temprana basados en el desempeño del activo, así como límites de concentración a la cartera con respecto a ciertas características (por ejemplo, el promedio de la razón de crédito a valor del activo [LTV; *loan-to-value*]) que limiten el grado permitido de evolución de la cartera. Fitch tomará tales mitigantes en cuenta en su análisis. Debido a los riesgos asociados con los períodos revolventes, Fitch espera que sean limitados en tiempo, con la fijación de la duración del período dependiendo de las características del tipo de activo a ser bursatilizado. Metodologías más detalladas para el análisis de transacciones con ciertos tipos de activos que típicamente tienen períodos revolventes serán detallados en metodologías asociadas a nivel de sector. Fitch podrá declinar calificar o podrá limitar la calificación máxima alcanzable de transacciones con períodos revolventes que presenten un riesgo excesivo (por ejemplo, períodos revolventes muy largos).

Los fideicomisos maestros son vehículos de emisión con períodos de revolvencia permanente que emiten múltiples conjuntos de pasivos desde un solo conjunto de activos. Fitch los analiza de forma similar a las transacciones con períodos de revolvencia fijos o líneas de crédito puente, como se explica a continuación.

Líneas de Crédito Puente

Las líneas de crédito puente son estructuras revolventes y pueden ser estructuradas como líneas de crédito de un solo propósito o con períodos de revolvencia permanente. Fitch analizará estas estructuras de manera similar a las estructuras con períodos revolventes definidos al asumir que la cartera migrará hacia límites máximos permitidos por las metodologías de elegibilidad establecidas en la línea de crédito puente y los parámetros de la cartera.

Las líneas de crédito puente de un solo propósito son similares a las transacciones con períodos revolventes definidos, mientras que las líneas de crédito puente con períodos revolventes permanentes pueden transferir cuentas por cobrar fuera de la línea de crédito, como a otra transacción de FE, potencialmente dejando una cartera concentrada. Fitch espera características estructurales, como límites en el promedio ponderado y en las características de un portafolio de mayor riesgo y límites que prevengan concentración, para mitigar este riesgo.

Riesgo de Vencimiento

Para todos los tipos de estructuras financieras, Fitch aplicará la metodología de flujo de caja para la clase de activo específica cuando sea relevante. Por ejemplo, la metodología puede especificar escenarios que involucren diferentes velocidades de prepagos, donde un estrés de prepago bajo es aplicado para determinar si un bono corto, con una fecha legal de vencimiento más próxima que la de los activos subyacentes se pagará por completo al momento de su vencimiento. Estrés similares pondrían a prueba la capacidad de las estructuras para acumular suficientes fondos de capital que puedan cubrir los pagos de tipo *bullet* en la fecha de vencimiento legal.

Fitch también evalúa si la fecha legal de vencimiento brinda el tiempo necesario para resolver préstamos más allá de la fecha de vencimiento esperada. De manera similar, los bonos pro rata serán sometidos a prueba para evaluar si la mejora crediticia seguirá siendo suficiente en las etapas más avanzadas de una transacción, cuando el portafolio se ha amortizado considerablemente, por lo que pueden surgir problemas de concentración de activos o selección adversa.

Declaraciones y Garantías

Las transacciones de FE por lo regular contienen declaraciones y garantías relevantes en relación con los activos subyacentes (incluidas las relativas a la propiedad y la titularidad de los activos), así como la organización y el estado de los participantes clave de la transacción. Las transacciones de FE también suelen incluir mecanismos de aplicación que se encuentran disponibles para el beneficio de los inversionistas para hacer frente al incumplimiento de una representación o garantía.

Fitch revisa los mecanismos de representación, garantía y ejecución (RW&E; *representations, warranties and enforcement mechanisms*) contenidas dentro de una transacción y típicamente publicará las RW&E disponibles para los inversionistas, los cuales se dan a conocer en los documentos de oferta de la transacción y que se relacionan con los activos subyacentes. Fitch también publicará una descripción de cómo las RW&E difieren de las típicamente observadas en esa clase de activo, como se destaca en el documento “Representations, Warranties and Enforcement Mechanisms in Global Structured Finance Transactions”, publicado en el sitio de Fitch. Cualquier desviación será resaltada y el enfoque de calificación en relación con cualquier omisión que presente implicaciones crediticias será descrito.

Carteras compradas a menudo tienen RW&E del vendedor que son más débiles que los típicamente vistos para esa clase de activos. En este caso, Fitch buscará obtener un confort adicional, a través de un exhaustivo procedimiento de diligencia legal, revisión de archivos por parte de terceros (potencialmente conducido en una muestra mayor que es usual) o aplicando supuestos de activos más conservadores.

Acción del Inversionista y Eventos de Incumplimiento de los Bonos

Por lo general, Fitch asume que los inversionistas (es decir, los tenedores de bonos) no ejercerán las opciones o derechos de que disponen, ni modificarán la documentación de la transacción, de manera que pudieran provocar un incumplimiento de pago o una pérdida en cualquier bono calificado. Lo anterior es considerando que, según el análisis de Fitch, los bonos calificados puedan continuar hasta su vencimiento sin que se produzca un incumplimiento de pago o una pérdida en los casos de calificación relacionados. Sin embargo, cuando el ejercicio de tales opciones o derechos sea a discreción de una clase controladora de tenedores de bonos sobre una no controladora, Fitch considerará la probabilidad y el impacto potencial del ejercicio de tales opciones o derechos por parte de la clase controladora sobre la clase no controladora al formar su opinión de calificación, y podrá bajar la calificación de aquellos bonos que pudieran, en la opinión analítica de Fitch, estar sujetos a un mayor riesgo de incumplimiento de pago.

Pueden darse casos en los que los inversionistas voten a favor de ejercer la opción de que el emisor amortice los bonos, o bien, en los que opten por modificar la documentación de la transacción que posteriormente genere una pérdida sobre el valor pendiente de los bonos o provoque el impago de todos los intereses adeudados. Fitch evaluará estos casos de acuerdo a lo descrito en el “Apéndice 3: Canje Forzoso de Deuda”.

Los eventos de incumplimiento de los bonos también pueden provocar la acción de los inversionistas. Dichos eventos son un conjunto de acontecimientos que, si se desencadenan, otorgan a los inversionistas o a un grupo específico de inversionistas derechos de ejecución

sobre el colateral, lo que puede conducir a la liquidación del colateral con una pérdida potencial para (algunos) tenedores de bonos. En algunas transacciones, los eventos de incumplimiento de los bonos también pueden dar lugar a una modificación de las prioridades de pago.

En la mayoría de las transacciones de FE, los eventos de incumplimiento de los bonos son limitados e incluyen, entre otras cosas, a) la quiebra del SPV, b) la ilegalidad de la actividad del SPV y c) el impago puntual de los intereses de los bonos más sénior. Estos conjuntos limitados de eventos de incumplimiento rara vez tienen un impacto específico en la calificación crediticia de Fitch en el momento de la asignación, ya que la evaluación de la probabilidad de estos eventos forma parte del análisis de calificación estándar de Fitch o están excluidos del ámbito de las calificaciones de Fitch (por ejemplo, la ilegalidad). Cuando las transacciones incluyan una gama más amplia de eventos de incumplimiento de bonos, Fitch intentará evaluar su probabilidad, y de llegar a la conclusión de que los mismos conllevan un riesgo de crédito adicional, esto podría afectar las calificaciones. El análisis aplicará los siguientes principios.

- a. Si Fitch cree que existe un riesgo crediticio adicional derivado de los eventos de incumplimiento en bonos, pero se determina que no puede evaluarse plenamente utilizando los escenarios de escenarios de calificación establecidos, tal como se describe en los criterios de calificación, las calificaciones de grado de inversión generalmente no serán alcanzables, incluso si la mejora crediticia respaldara calificaciones más altas o si la transacción se comportara de acuerdo a las expectativas de Fitch. Ejemplos de tales eventos incluyen, pero no se limitan a, eventos basados en movimientos del valor de mercado del colateral que otorgan derechos de liquidación a algunos tenedores de bonos. Fitch podría decidir no calificar una transacción que presente un evento cuya probabilidad de ocurrencia e impacto la agencia no sea capaz de evaluar.
- b. Cuando Fitch considere que existe riesgo crediticio adicional del evento de incumplimiento y pueda evaluarlo utilizando escenarios de casos de calificación establecidos, tal y como se describe en los criterios publicados, la calificación crediticia reflejará este riesgo crediticio adicional. Un ejemplo es un evento de incumplimiento desencadenado por el impago de la contraparte de una transacción, en el que la probabilidad del evento es equivalente a la calificación crediticia de esa parte.
- c. En caso de que las acciones de ejecución tras un evento de incumplimiento estén sujetas a la aprobación de todos los tenedores de bonos con calificación o requieran el pago íntegro de todo el principal y los intereses vencidos a los tenedores de bonos, Fitch cree que sería poco probable que se concretaran las pérdidas de los tenedores de bonos como resultado de la ejecución del colateral y no se asumiría riesgo crediticio adicional para la transacción.

Dado que las acciones de los inversionistas que provocan pérdidas a los tenedores de bonos y los eventos de incumplimiento en la mayoría de las transacciones de FE tienen un alcance limitado y su ocurrencia real es poco frecuente, cada caso en el que Fitch evalúe el impacto que esto tendría en el análisis crediticio tendrá sus propias particularidades. Los comités que determinen el impacto de estos eventos en las calificaciones crediticias aplicarán los principios anteriores en combinación con los señalados en el Apéndice 3: Canje Forzoso de Deuda. En esta evaluación, lo que diferencia la acción de los inversionistas tras una evento de incumplimiento de otro tipo de acciones de inversionistas es que, por lo general, un evento de incumplimiento usualmente lo detona una transacción que no muestra un buen desempeño.

Riesgo de Contrapartes

Todas las transacciones de FE incluyen un elemento de dependencia en contrapartes, ya sea en la forma de dependencia operacional, a través de una exposición a riesgo de crédito, o a menudo una combinación de ambas.

Los riesgos operacionales son un resultado directo de la capacidad de la contraparte para desempeñar funciones operacionales específicas, y pueden ser vitales para asegurar el pago a tiempo a los tenedores de bonos. Los riesgos operacionales incluyen la administración del portafolio de activos, la administración de la transacción, y servicios auxiliares, administración de activos, y distribución de los fondos disponibles a través de la prioridad de pagos de la transacción de FE.

El riesgo de crédito resulta de la transacción de FE incurriendo en una pérdida de flujo de caja debido a una contraparte que no puede mantener sus obligaciones financieras, o la contraparte perdiendo fondos de la transacción al momento del incumplimiento. Ejemplos de exposiciones crediticias incluyen derivados, proveedores de facilidades de liquidez y cualquier entidad manteniendo fondos de la transacción.

Fitch analiza cualquier dependencia de contraparte ya que estas representan una exposición operacional y/o de crédito, más allá del portafolio de activos bursatilizado. Si es que un aislamiento suficiente de cualquier riesgo material de crédito u operacional introducido por una contraparte no es alcanzado, la calificación del bono de FE podría no sobrepasar la calificación de la contraparte que introduce dicho riesgo.

Para mayor detalle del análisis de riesgo de contraparte de Fitch, véase la “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” y la “Metodología de Calificación de Contraparte de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Apéndice de Derivados”.

Revisión Operacional

El originador, administrador y el administrador de activos de CDO pueden afectar el desempeño de los activos y, finalmente, de la transacción de FE. Cuando proceda, los analistas de Fitch revisan los procesos operacionales de cada originador, administrador o administrador de activos de inversión que participan en una transacción de FE calificada por Fitch, al asignar una nueva calificación.

Ya sea que se relacione con un puntaje interno, una opinión, o una calificación pública, la evaluación puede llevar a ajustes en los niveles del escenario base de pérdida esperada y mejora crediticia de la transacción; una aplicación de un techo en la calificación, o bien a que Fitch prefiera no calificar la transacción. Cuando proceda, las metodologías de revisión del originador, administrador y administrador de activos de inversión que utiliza Fitch se publican como parte de las metodologías de calificación específicas o sectoriales respectivas o como metodologías de calificación personalizadas. Cuando sea relevante para la calificación de una transacción, Fitch llevará a cabo revisiones de originadores, administradores y administradores de activos bajo el proceso de seguimiento documentado en la metodología de sector específico o en la metodología personalizada.

Fitch evalúa los riesgos asociados con los productos, programas y lineamientos del originador, incluyendo aquellos riesgos incorporados en prácticas agresivas de originación y controles menos estrictos, puesto que estos activos se encontrarán más propensos a un mal desempeño que aquellos activos originados de acuerdo a lineamientos y controles más estrictos. La revisión tiene por objeto evaluar la posibilidad que el activo de un originador se desempeñe igual, mejor o peor que los activos de otros originadores dentro de su grupo de pares en tiempos de estrés.

La propensión a un mejor desempeño (relativo al desempeño esperado para un portafolio con características similares originado por un originador típico) puede verse reflejada en la calidad de los controles y el uso de mejores prácticas. La calidad de las prácticas y los controles también serán de particular importancia en las transacciones revolutivas, donde los activos que se originarán en el futuro se venderán a la transacción usando los pagos de capital del portafolio existente (véase también Períodos Revolutivos más arriba).

Para ciertas clases de activos, Fitch llevará a cabo una revisión de archivos, como parte de la revisión del proceso del originador de acuerdo con sus metodologías de calificación específicas del sector o personalizadas. El propósito de la revisión es proveer ejemplos de los procesos de origen y suscripción para que Fitch entienda mejor cómo se llevan a cabo los procesos, así como cotejar la información proporcionada en los archivos de datos de la cartera. Dichas revisiones de archivos son normalmente muy limitadas en términos de alcance y tamaño de muestras. Por ejemplo, una revisión puede consistir en que Fitch seleccione 10 cuentas de préstamos de una lista de aquellos que se espera sean incluidos dentro de la transacción de bursatilización. Fitch entonces revisará los archivos físicos y/o electrónicos del originador para las cuentas seleccionadas.

Cualquier inconsistencia identificada (por ejemplo, entre archivos físicos y electrónicos, o entre los procesos observados y los descritos) se discutirá con el originador, y se tomará en cuenta

Los equipos de riesgo operacional o los analistas de las calificaciones revisan los procesos de cada originador, administrador o administrador de activos que participan en una transacción de FE calificada por Fitch.

para el proceso de análisis, esto último dependiendo de la opinión de Fitch acerca de la materialidad de dichas inconsistencias.

En general, Fitch espera que un originador cuente con suficiente tiempo de operación en el mercado relevante y originando el producto que compone su cartera de activos. Fitch también espera que el originador entregue datos de desempeño histórico, así como datos históricos de severidad de pérdida y recuperación de activos.

Cuando se califican un CLO, Fitch revisa el administrador de activo para evaluar su capacidad operacional para gestionar una transacción CLO, tal como se explica en la metodología “CLOs and Corporate CDOs Rating Criteria”.

Revisión del Administrador

La responsabilidad principal del administrador es cobrar y distribuir los pagos de los activos subyacentes al fiduciario en beneficio de los inversionistas. En ciertos sectores de FE, los administradores tienen responsabilidades adicionales, tales como el avance de pagos de préstamos en mora y renegociaciones de préstamos. La revisión de Fitch del administrador y el proceso se encuentran diseñados para identificar y evaluar la calidad de los procesos de administración de préstamos y manejo de incumplimientos, el cumplimiento con las pautas establecidas, la estabilidad operacional y en jurisdicciones en donde la continuidad del administrador es menos cierta, la estabilidad financiera cuando se necesite para el análisis de calificación.

El proceso de revisión del administrador evalúa la estrategia de la compañía para manejar activos en varias jurisdicciones y bajo diversas condiciones, los procedimientos para mantenerse informado respecto a la legislación actual y los métodos para integrar estos cambios a sus procesos de administración. Además, el marco de control interno de un administrador resulta de especial importancia para Fitch, ya que demuestra su compromiso para mantener prácticas adecuadas.

Evaluación de Riesgo de Cambio Climático

En su análisis de transacciones de FE nuevas y existentes, Fitch puede ajustar supuestos claves donde consideremos que puede haber una exposición significativa directa o indirecta a riesgo de cambio climático.

Tales consideraciones pueden reflejar el nivel demostrable de aislamiento o exposición de los activos al riesgo de cambio climático físico a largo plazo o la materialidad potencial de los riesgos de transición relacionados con el clima, afectando los factores de desempeño de las transacciones de FE.

Fitch proveerá una divulgación pública detallando cualquier ajuste a los supuestos fuera de los especificados en la metodología de sector específico, intersectorial o metodología hecha a la medida, de Fitch, disponible en www.fitchratings.com, en su comentario de acción de calificación (RAC; *rating action commentary*), junto con cómo estos fueron considerados en la decisión de calificación.

Seguimiento

Una vez que Fitch califica una transacción FE y si las calificaciones no son de un punto en el tiempo (*point in time*), la transacción estará sujeta a un seguimiento. De los factores clave de calificación delineados en este reporte, la calidad de activo, estructura financiera y riesgo operacional a menudo evolucionan durante la vida de la transacción. En contraste, el aislamiento del activo y la estructura legal son estables generalmente, afectados únicamente por eventos específicos y no serán revisados como parte del seguimiento a menos que se identifique un cambio sustancial.

En lo que concierne a la calidad del activo, estructura financiera y riesgo operacional, Fitch monitorea las transacciones calificadas usando información del desempeño de activo y envíos de efectivo proporcionados por los administradores y fideicomisarios, así como otra información relevante. El proceso de seguimiento involucra varias funciones cualitativas y cuantitativas para evaluar el desempeño de los tramos (*tranches*) calificados, las cuales pueden incluir el monitoreo de indicadores de desempeño a nivel del portafolio, comparar los niveles

En general, Fitch espera que el originador o emisor tenga suficiente experiencia operativa en el mercado de referencia y en la originación del producto relacionado con los activos subyacentes.

actuales de mejora crediticia con las proyecciones o supuestos estresados, evaluar el impacto de los eventos del mercado en el desempeño de las transacciones, y un análisis a nivel de préstamo. Para el riesgo operacional, Fitch también lleva a cabo revisiones de originadores, administradores y administradores de activos bajo el proceso de seguimiento descrito en la metodología de sector específico, cuando estas sean relevantes para las calificaciones de la transacción.

Las calificaciones monitoreadas están sujetas a revisiones regulares agendadas por un comité de calificación al menos una vez al año para calificaciones en escala internacional y alineadas con la regulación local para calificaciones en escala nacional. Si una acción de calificación parece justificada por razones incluyendo el desempeño reportado de la transacción, la perspectiva de desempeño del activo de Fitch o la ocurrencia de un evento de crédito, se llevará a cabo una revisión de comité. Las acciones de calificación para algunas transacciones ocurren más frecuentemente, en particular si el desempeño del portafolio subyacente muestra un rápido deterioro.

Los eventos de crédito son desarrollos discretos que pueden afectar el análisis de calificación de ciertas transacciones. Ejemplos de eventos crediticios incluyen: una reducción en la calificación de una contraparte; un cambio en el marco legal subyacente; una modificación material del documento de la transacción; o cualquier otro evento con base en cada caso que se crea pueda tener un impacto material crediticio. Al observar o ser notificado de cualquiera de esos eventos, la agencia considerará la medida en la que el análisis de calificación puede verse afectado.

Respecto a posibles eventos materiales, Fitch llevará a cabo discusiones de crédito sobre el evento en cuestión. En la medida en que se espere que el evento no tenga un impacto en las calificaciones o hay un resultado del comité de calificación sin un impacto en la calificación, Fitch puede publicar un comentario de no acción de calificación (NRAC; *non-rating action commentary*) con una descripción del evento y una confirmación de que no hay impacto en la calificación. Si el resultado del comité de calificación es que existe un impacto en la calificación, las acciones de calificación resultantes serán publicadas en un comentario de acción de calificación (RAC; *rating action commentary*).

Bajo el análisis de seguimiento de Fitch, los bonos que experimenten un incumplimiento de pago muy pequeño como resultado de un gasto excepcional grande por ejemplo, pueden ser considerados no materiales para la opinión de calificación (ya sea a través de un monto muy pequeño de diferimiento de interés, o de una pérdida del principal que no se espera sea recurrente). En la opinión de Fitch, el reconocimiento de dichos montos pequeños como baja de calificación o incumplimiento no refleja de manera efectiva la esencia de la posición crediticia de los bonos en donde las transacciones han demostrado de otra manera un perfil crediticio fuerte a lo largo de su vida.

Se espera que dichos ejemplos sean infrecuentes y que las circunstancias sean específicas para cada transacción. Como regla general, no se esperaría que dichos ejemplos excedan el flujo de caja de un mes adeudado a dicho valor calificado. Fitch deriva sus expectativas de pérdida de escenario base en consideración del desempeño de la transacción esperado. Si la transacción no es capaz de resistir la expectativa de pérdida de Fitch, la agencia evaluará la evolución de la calidad del activo, la certeza del flujo de caja y qué tan grande son las expectativas de pérdida en comparación con la mejora crediticia actual de la transacción en cada nivel de calificación, para determinar qué calificación en niveles de 'CCCsf' o menor aplicar al bono.

Los reportes de metodologías específicas de un sector por lo regular no abordan escenarios de calificación por debajo del escenario base. En su lugar, Fitch utiliza su escenario base para hacer proyecciones del desempeño esperado con base en las circunstancias actuales, sin aplicar estrés adicional.

Además, Fitch tomará en cuenta la probabilidad de que ocurra un canje forzoso de deuda (DDE; *distressed debt exchange*) y la capacidad de la emisión de cumplir sus obligaciones en un futuro cercano. Véase el Apéndice 3 para mayor información sobre el enfoque de Fitch para determinar DDE. Fitch evaluará la probabilidad del incumplimiento de bonos en dificultad de acuerdo con sus definiciones de calificación. Los bonos que ya han sido incumplidos o han experimentado una reducción (*write-down*) del principal irreversible serán calificados en 'Dsf'. Mayor información de las Definiciones de Calificación de Fitch está disponible en su sitio web.

Las transacciones son revisadas utilizando los últimos reportes enviados y cualquier otra información relevante disponible.

Metodologías de seguimiento específicas pueden ser publicadas por grupos de activos individuales para explicar el proceso de seguimiento de dicho grupo y los aspectos metodológicos que son específicos del seguimiento de la calificación. Por ejemplo, una metodología de seguimiento específico puede abordar el proceso de acciones de bajas de calificación para sectores que hayan experimentado estrés, para explicar cómo las acciones de calificación se toman.

Pago por Causa de Fuerza Mayor

Fitch utiliza este término para describir un impago puntual por interrupciones operativas de los pagos no relacionadas con las partes de la transacción (por ejemplo, disturbios civiles, catástrofes naturales, ciberataques, fallos en la infraestructura financiera u otras causas de fuerza mayor que afecten al propio proceso de pago). Aunque esto pudiera no representar inmediatamente un incumplimiento, por lo general, Fitch consideraría que un impago prolongado de esta índole constituye un incumplimiento de la calificación de la obligación a más tardar a los 30 días naturales desde la fecha de pago, y la calificación se rebajaría normalmente al nivel consistente con los valores incumplidos. Para evitar dudas, también podrían tomar lugar una acción de calificación en las obligaciones durante ese período de 30 días.

Ciertas formas de impago causadas por acciones gubernamentales (en particular, controles de capital, congelación de depósitos, estancamiento de la regulación, etc.), aunque también están fuera del control de las partes de la transacción, también podrían considerarse como el inicio de un proceso de incumplimiento. Estas formas de impago se consideran en la “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos”.

Calificaciones Asignadas a Obligaciones Swap de SPV de FE

Fitch puede asignar una calificación a una obligación *swap* de un SPV de FE acorde con la calificación de un bono referenciado cuando las siguientes condiciones se cumplen:

- Cuando las obligaciones del SPV hacia la contraparte del *swap* son *pari passu* con el bono referenciado.
- El *swap* se relaciona con una deuda específica calificada por Fitch de un SPV emisor o una estructura específica de un préstamo relacionado con un SPV en una estructura con un perfil crediticio consistente con una deuda calificada del SPV emisor.
- El monto notional del *swap* es igual al monto de principal del bono a la cual se relaciona en la moneda en la cual el bono está denominado.
- Cualquier monto adeudado a la contraparte del *swap*, que se adeuda a un nivel subordinado al pago regular del *swap* en la prioridad de pagos, se relaciona solo con ciertos eventos no crediticios (como ilegalidad, eventos impositivos, fuerza mayor u otros eventos que van más allá del control de cada contraparte) o al comportamiento de la contraparte, el cual no está considerado en la calificación; y
- Los términos y condiciones para los pagos bajo el *swap* son reflejo de aquellos del bono calificado a la cual el *swap* está relacionado y no son más onerosos que aquellos de los bonos relacionados.

Fitch considera los puntos anteriores para confirmar si el riesgo crediticio presentado por el SPV a la contraparte del *swap* es igual al riesgo crediticio presentado por el SPV al bono referenciado. Para una calificación de una obligación *swap* que es igual a la calificación del bono específico, si la calificación de los bonos referenciados cambia, esto llevará a un cambio igual en la calificación de la obligación *swap* del SPV.

Las calificaciones asignadas a las obligaciones *swap* de un SPV están basadas en el desempeño de la contraparte del *swap* bajo el *swap* y serán retiradas si el acuerdo del *swap* es terminado debido al incumplimiento por la contraparte del *swap* o debido a un evento no crediticio. Fitch espera reemplazo de la contraparte ante disminuciones en su calificación por debajo de ciertos límites, lo cual implica que el incumplimiento de la contraparte es considerado improbable.

Fitch principalmente aplica estas metodologías a las obligaciones de *swap* de moneda, porque los *swaps* de monedas tienden a tener un balance notional igual al balance del principal del bono relacionado. Fitch ha calificado obligaciones *swap* de tasa de interés de un SPV de FE, pero estos

tipos de calificaciones no son comúnmente aplicadas a obligaciones *swap* de tasas de interés. Esto es porque *swaps* de tasas de interés en FE a menudo no tienen un balance notional alineado con el balance de principal de un bono específico; en tales casos, estos criterios podrían no aplicar.

Sensibilidad de Supuestos de Calificación

Para cada calificación nueva, Fitch completa un análisis de sensibilidad de las calificaciones. Para calificaciones públicas, el análisis es publicado en el reporte de la transacción. Para cada clase de título calificado, el análisis indica el impacto en la calificación de la aplicación de los supuestos de los activos más estresados. Por ejemplo, el análisis de sensibilidad podría mostrar que la calificación del bono podría migrar a Aa3 desde AAAsf si el supuesto de incumplimiento bajo el escenario base se incrementa en 50%, y otros factores se mantienen constantes. Para la mayoría de las transacciones, el análisis de sensibilidad está basado en resultados de un modelo de calificaciones únicamente y esto se indica en el reporte relevante de calificación. Los parámetros del análisis de sensibilidad son seleccionados de acuerdo a los parámetros de desempeño relevantes para la clase de activos y se detallarán en la metodología de sector específico o en la metodología personalizada.

Investigación Razonable

Al emitir y mantener sus calificaciones, Fitch confía en la información objetiva que recibe de emisores y suscriptores, y de varias fuentes de terceros que Fitch considera son creíbles. Como parte del proceso de calificación para transacciones inicialmente calificadas y revisiones completadas desde el 1ero de diciembre de 2010, Fitch realiza una investigación razonable de la información objetiva en la cual se basa. Esta incluye información desde fuentes independientes, en la medida que tales fuentes estén disponibles para una determinada emisión.

En caso que la información no pueda ser verificada de manera satisfactoria, Fitch evaluará la importancia de la información para su análisis de calificación. Si Fitch pretende confiar en información no verificada, y esta información podría afectar sustancialmente al resultado analítico, Fitch modificará sus supuestos o limitará sus calificaciones para reflejar la mayor incertidumbre, o declinará calificar (para una nueva calificación) o retirará las calificaciones existentes si Fitch cree que la incertidumbre no se puede reflejar adecuadamente en el análisis.

Antes del 1 de diciembre de 2010, Fitch no solía realizar una investigación sobre la información disponible en la forma adoptada a partir de entonces. En particular, Fitch no solía recibir una verificación de la información proporcionada sobre la cartera de activos antes de la transacción cerrada. Sin embargo, como con todas las transacciones bajo seguimiento, Fitch ha monitoreado el desempeño de las transacciones vigentes que cerraron antes del 1 de diciembre de 2010 y utiliza su extenso historial para comprobar que la información sobre la que se basó para su análisis inicial era suficientemente fiable. Si el monitoreo pone de manifiesto las incoherencias entre el rendimiento de los activos reportados y las expectativas de la agencia, dado el entorno operativo, Fitch llevará a cabo una nueva revisión de la calidad de los datos aportados y buscará explicaciones para cualquier inconsistencia material.

Transacciones Calificadas Solamente Según la Metodología Maestra

La metodología de calificación maestra se puede aplicar directamente o complementarse con una metodología específica del sector o con una metodología personalizada. Cuando se aplica la metodología maestra sin una metodología específica del sector o sin una personalizada, la metodología maestra debe abordar todos los factores clave de calificación y los supuestos principales de calificación. Para calificaciones en escala nacional, la metodología maestra también se puede aplicar sin una metodología específica del sector o una personalizada si la cantidad de emisores calificados por Fitch en el sector es inferior a cinco.

Algunos ejemplos de casos en los que Fitch puede aplicar la metodología maestra sin la metodología específica del sector o personalizada incluyen confirmaciones de calificación basadas en eventos que no dan como resultado un impacto en la calificación y transacciones en las que solo existen calificaciones bajas

Variaciones de la Metodología

Las metodologías de Fitch están diseñadas para utilizarse en conjunto con un juicio analítico experimentado en el transcurso de un proceso de comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción o emisor por emisor, y la divulgación completa mediante un comentario de calificación fortalecen el proceso de calificación de Fitch, al mismo tiempo que contribuyen a la comprensión por parte de los participantes del mercado del análisis detrás de las calificaciones de la agencia.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o un emisor en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluyendo el impacto sobre la calificación cuando corresponda.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, característica u otro factor, así como el criterio aplicado para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero el análisis descrito en la misma necesita ser modificado para contemplar factores específicos para la transacción en particular.

Calificación Implícita de Modelo

Una calificación implícita de modelo (MIR; *model implied rating*) es un resultado producido por un modelo que indica o supone una calificación crediticia y es utilizada por un comité de calificación como uno de los componentes del análisis de la calificación de crédito. Esto incluye un resultado de modelo que produce una letra de calificación de crédito o una indicación que puede ser directamente mapeada, con poco análisis adicional, por un comité de calificación, a una calificación crediticia específica, tal como cuando una mejora crediticia mínima dependiente de la calificación producida por el modelo puede compararse con la mejora crediticia real disponible de los bonos en la transacción de FE.

El MIR puede reflejar ajustes cualitativos cuando dichos ajustes sean integrados como entradas del modelo de manera consistente con la metodología publicada. Los resultados del modelo pueden ser restringidos por límites de calificación, tal como se describe en las metodologías de calificación aplicadas. En tales casos, el MIR se determina teniendo en cuenta el tope de calificación, independientemente de si el tope de calificación está codificado en el resultado del modelo. Si el tope de calificación no está codificado en el resultado del modelo, el MIR es el menor del resultado del modelo y el tope de calificación.

Aplicación de Desarrollos Macroeconómicos o Sectoriales No Previstos a los Supuestos de la Metodología

La metodología calificación de Fitch busca considerar una gama amplia de condiciones de mercado, incluyendo escenarios de riesgo económico y crediticio severos y de probabilidad baja. Aun así, cuando proyectamos un estrés más sustancial que el que se incluye en la estructura de la metodología actual debido a desarrollos macroeconómicos o sectoriales no previstos, nosotros podríamos necesitar ajustar los supuestos clave para mantener calificaciones prospectivas y oportunas en ciertos sectores.

En tales casos, los equipos analíticos de calificación podrán llevar a cabo un análisis de un escenario adverso usando supuestos actualizados que reflejan la opinión de Fitch sobre los nuevos desarrollos macroeconómicos o de la industria. Solo los supuestos de calificación clave afectados se ajustarían, mientras que todos los demás elementos de la metodología, incluyendo cuáles son los factores clave de calificación y los mecanismos sobre cómo se aplica la metodología, se mantendrán sin cambios. Para los sectores que dependen de calificaciones implícitas de modelo, la calificación implícita de modelo de los supuestos bajo la metodología y los nuevos supuestos de escenario adverso se considerarán en la decisión de calificación. Los nuevos supuestos de escenario adverso serán más severos que los supuestos base y solo podrán conducir a las mismas calificaciones, o más bajas, que los supuestos base.

Ejemplos de cuándo se usará el análisis de escenario adverso adicional para determinar las calificaciones incluyen, pero no se limitan a, eventos catastróficos, pandemias, cambios sustanciales en el entorno regulatorio o legal, y cualquier desarrollo no previsto que conduzca a

un cambio repentino y significativo en las proyecciones del comportamiento del consumidor o de la industria.

Fitch hará una divulgación pública que detalle los supuestos ajustados esperados, que podrían estar sujetos a cambios, al comienzo de un período que incluye un escenario adverso en su análisis de calificación. El comentario de acción de calificación revelará y describirá el análisis adicional y cómo se consideró en la decisión de calificación. El período terminará cuando los nuevos supuestos de escenario adverso se incorporen a la metodología o ya no apliquen, lo que se divulgará de forma pública.

Divulgaciones de la Metodología

En el reporte de calificación inicial o comentario de calificación de la agencia, Fitch espera divulgar los siguientes elementos, junto con los elementos especificados en la metodología intersectorial y/o específica al sector:

- si el análisis de la transacción está basado en información del mercado, en vez de información específica del originador, de acuerdo a la sección Suficiencia de la Información, y este uso no está cubierto en la metodología específica del sector;
- las implicaciones crediticias de las desviaciones de las RW&E típicamente vistos para esa clase de activo, de acuerdo a la sección Declaraciones y Garantías; y
- cualquier variación a la metodología, según se menciona en la sección Variaciones de la Metodología.

En un comentario de acción de calificación posterior relacionado con las acciones de seguimiento, Fitch espera divulgar lo siguiente junto con cualquier elemento relevante especificado en la metodología intersectorial y/o específica al sector:

- cualquier variación a la metodología.

Apéndice 1: Vehículos de Propósito Especial en Transacciones de FE

Este apéndice describe las expectativas de Fitch respecto a las características de quiebra remota de SPV utilizados en las transacciones de FE. El análisis de la agencia del SPV se enfoca principalmente en el grado en que los activos hayan sido aislados del riesgo crediticio corporativo del originador y/o propietario del SPV y otros afiliados. Los medios para lograr esto pueden variar entre las distintas jurisdicciones, clases de activos y estructuras, y referencias a SPV aquí deberán ser entendidas como una entidad de insolvencia remota; dichas referencias no deben ser interpretadas como teniendo un significado contable.

El análisis de Fitch usará los principios detallados a continuación para determinar el beneficio que un determinado SPV proporciona a una transacción. Siguiendo estos principios, el análisis considerará el rol que cada SPV juega en una transacción dada – si el SPV es el emisor, el prestatario, un intermediario u otro.

Formación de un SPV

Tipo de Vehículo

Fitch considera transacciones con SPV constituidas bajo una gran variedad de formas legales. La forma legal de la organización no es necesariamente un factor determinante en la determinación del grado de riesgo por parte de Fitch, si es un factor determinante será evaluado mediante la revisión de las características del SPV en el contexto de la estructura general de la transacción, el impacto de los regímenes legales y fiscales en las jurisdicciones pertinentes y el propósito y función del SPV en la transacción de financiamiento estructurado (por ejemplo, emisor, prestatario).

Historia Operacional

Un SPV recién formado, creado para la operación de una bursatilización específica, por definición, no puede ser gravado por ningún historial de operación anterior. Un SPV recién creado tiene la ventaja de una historia de operación limitada y conocida con pocos acreedores y pasivos al inicio de la transacción. Por esta razón, un nuevo vehículo puede tener un riesgo de insolvencia reducido. Por lo tanto, los acreedores involucrados en la transacción propuesta pueden - al aceptar restricciones a sus derechos individuales para solicitar la quiebra o cualquier acción de recupero en contra el SPV o de sus activos - definir en gran medida el grado de riesgo de insolvencia del SPV (véase la sección Estipulaciones de Recurso Limitado y Restricción de Solicitud de Bancarrota a continuación).

Sin embargo, el riesgo de insolvencia también se ve influenciado por factores fuera de la estructura de bursatilización, como el régimen legal aplicable y su interpretación, y no puede ser definido exclusivamente por los acuerdos contractuales entre los acreedores.

Un SPV que no sea de reciente creación puede obtener los mismos beneficios para la transacción como un SPV que está recién formado si se han incluido las disposiciones estructurales y contractuales adecuadas para reducir o eliminar los efectos de transacciones existentes en el vehículo. Si un SPV no es de reciente creación, Fitch típicamente solicitará evidencia suficiente que soporte el argumento que dicho SPV puede ser utilizado en una transacción de FE. Para SPV que no sean de reciente creación, las consideraciones pertinentes incluyen:

- información histórica sobre la naturaleza y el alcance de las operaciones de negocio del SPV;
- el monto de los pasivos actuales y contingentes, así como la identidad de sus acreedores actuales y potenciales (incluyendo cualquier pasivo actual o contingente del SPV que haya surgido o pueda surgir a causa del grupo al que pertenece el SPV);
- cualquier impuesto material, litigios y/u otros pasivos; y
- cualquier información sobre la manera en que el SPV ha operado históricamente, que pueda mitigar alguno de los temas antes mencionados.

Los SPV existentes pueden alcanzar los mismos objetivos para una transacción de FE que SPV nuevos

Fitch espera que el SPV tenga una existencia independiente y opere de forma independiente del propietario del SPV y de cualquier otro afiliado.

SPV de Emisiones Múltiples

A veces, un patrocinador preferirá utilizar un vehículo multiemisión (en lugar de una sola emisión). Cuando este es el caso, Fitch revisará la estructura y los documentos para determinar si el SPV multiemisión proporciona sustancialmente la misma protección a los inversionistas en sus emisiones individuales, dado que los inversionistas podrían esperar invertir en los mismos activos a través de un SPV de emisión única. Algunas cuestiones que Fitch examinará incluyen lo siguiente.

- Si hay segregación legal efectiva (o compartimentación) de un portafolio de activos particular y sus flujos de caja para el grupo de acreedores de la transacción de cada serie emitida, y si existe algún riesgo de obligación de una serie (o compartimento), correspondiente a los activos de otra serie (o compartimento). Esto incluye si cualquiera de las partes involucradas en más de una serie de emisión del mismo multiemisor puede pedir compensación de sus obligaciones para una serie (o compartimento) con los ingresos de una serie diferente (o compartimento).
- La eficacia con que la segregación de los activos y pasivos se ha incorporado en la estructura para asegurar que ninguna serie existente (o compartimento) pueda ser perjudicada o menoscabada por las condiciones de emisión de cualquier otra serie (o compartimento).
- Cómo la estructura asigna la responsabilidad de los pasivos de terceros (por ejemplo, impuestos y tarifas de administración y asesorías incurridos por el SPV multiemisor) para ver si los pasivos son adecuadamente asignados entre las emisiones individuales.
- Si la estructura presenta estipulaciones separadas para la exigibilidad del título para las emisiones individuales, así como el impacto que esto pueda tener en otras series (o compartimento).
- Los procedimientos de operación establecidos para separar los flujos de caja de los activos y mitigar el riesgo de confusión o fungibilidad de fondos respecto de las diferentes series emitidas.

Algunas jurisdicciones han aprobado legislación específica para la separación legal de los activos y pasivos, en relación con emisiones de series individuales en un vehículo multiemisión. En otras jurisdicciones, la separación legal se realiza por contrato y/o ley de fideicomiso. En cada caso, Fitch revisará la eficacia de los mecanismos utilizados para lograr la separación legal de los activos y pasivos en relación con las diferentes emisiones de la serie en una estructura. El documento de la transacción es clave para la revisión de Fitch. La agencia también espera las opiniones legales de transacción para confirmar la aplicabilidad de los aspectos legales de estos mecanismos.

Existencia Separada

Fitch considerará no sólo si un SPV tiene una existencia legal independiente, sino también si el SPV tiene la capacidad de funcionar de manera independiente del propietario del SPV y cualquier otro afiliado. En algunas jurisdicciones, asuntos como la gestión y control de los accionistas, mantenimiento de cuentas propias, libros y registros y asesores, términos para su lugar de trabajo, la separación de sus activos y fondos y capacidad para operar de manera independiente de su originador y propietario son algunos de los factores considerados en esta evaluación.

Ningún factor es de por sí suficiente para determinar si el SPV tiene una existencia separada. Por ejemplo, la presencia de una administración o directores independientes no garantiza que el SPV no puede convertirse en una entidad en quiebra ante una declaración de insolvencia de otra entidad relacionada. En consecuencia, al momento de tomar una decisión, Fitch tomará en cuenta una gama amplia de factores considerados relevantes para soportar la existencia separada del SPV en la jurisdicción pertinente.

Si el SPV no puede ser considerado que exista independientemente de todas las otras partes - por ejemplo, su matriz o una filial - Fitch puede decidir que ningún instrumento emitido por el SPV puede alcanzar una calificación más alta que la calificación de la entidad de la que el SPV depende.

Estructura Huérfana

Los SPV pueden ser (y por lo regular en Europa son) “huérfanos”, esto quiere decir, que la titularidad real o usufructuaria de los activos subyacentes o del SPV no le pertenece al originador de los activos bursatilizados. En estos casos, la propiedad beneficiaria del SPV será mantenida en un fideicomiso de beneficencia mantenido por el dueño inmediato legal, el cual por lo regular es una compañía especializada en la administración de dichos vehículos que realiza sus actividades de administración a cambio de una cuota.

Pueden existir razones fiscales, comerciales, estructurales o legales por las que un SPV no sea huérfano. Por ejemplo, este es el caso cuando existen uno o más SPV intermediarios por los cuales la emisión de los bonos y los flujos de caja pasan. En este caso, Fitch analizará las protecciones y cualquier otro aspecto que pueda comprometer la separación del SPV de su matriz o patrocinador.

Pueden existir riesgos adicionales por el uso de un SPV no huérfano en aquellos casos en los que el SPV es parte de un grupo de compañías. Tal es caso de exposición del SPV a obligaciones fiscales o de pensiones de los empleados del grupo, o el riesgo existente en algunas jurisdicciones que la corte pueda exigir la consolidación de los activos del SPV con los de la matriz en caso de insolvencia de la casa matriz. En la medida en que existen esos riesgos en una determinada jurisdicción, Fitch espera que estos riesgos se atiendan debidamente.

Un SPV no huérfano puede lograr los mismos beneficios que un SPV huérfano si se encuentran presentes los mitigantes correspondientes (tales como control de los tenedores del bono y estipulaciones sólidas en relación con la separación de los activos) y estos son respetados.

Jurisdicción

La elección de la jurisdicción para el SPV puede estar influenciada por muchos factores, no todos relacionados con la mitigación del riesgo de insolvencia.

Consideraciones de impuestos en la forma de posibles obligaciones y beneficios para el SPV, o en relación con los pagos recibidos de los activos subyacentes, a menudo pueden ser elementos importantes que afectan a la elección de la jurisdicción por las partes de la transacción para el establecimiento de un SPV. Si cualquier SPV en la estructura está expuesto a obligaciones tributarias en la jurisdicción de su creación, o si los impuestos se impondrán para reducir los flujos de caja o de otros ingresos o ingresos disponibles desde los activos subyacentes, tendrá un impacto consiguiente en la capacidad de un SPV emisor para servir la deuda calificada.

Jurisdicciones con ningún impuesto o impuestos bajos se eligen a menudo como el lugar para establecer el SPV para mitigar el riesgo impositivo. Sin embargo, en los casos en los que por otras razones resulta beneficioso establecer el SPV en una jurisdicción, pero que resultan en una exposición del SPV a obligaciones impositivas potenciales, Fitch esperará recibir información sobre la naturaleza e importe de dichas obligaciones tributarias que pueden imponerse, cómo se calculan estas obligaciones y cualquier consideración estructural que pueda neutralizar o mitigar su impacto. Fitch evaluará el impacto de cualquier posible obligación impositiva sobre la transacción como parte del análisis de flujo de caja.

Limitaciones en Actividades

Fitch espera que existan restricciones en la transacción que preserven la independencia futura del SPV. También se espera que estas restricciones limiten el negocio que el SPV podrá realizar sólo a lo que es necesario para el cumplimiento de sus obligaciones en virtud de los documentos de la transacción. Esto reduce el riesgo de creación de nuevos pasivos y acreedores, lo que podría afectar negativamente la operación o la solvencia o quiebra remota del SPV. Fitch espera que estas restricciones se mantengan durante la vigencia de la operación.

Dependiendo de las leyes de la jurisdicción pertinente en la que se ha establecido el SPV, las restricciones a las actividades y transacciones de negocio del SPV pueden ser arraigados a través de los documentos que forman el SPV y/o a través de las restricciones contractuales en los documentos de la transacción y, de manera óptima, las dos cosas. Fitch esperaría que típicamente tales restricciones incluyan:

- prohibición de cambio de propiedad;
- cláusulas para mantener una existencia de negocio separada;

- capacidad limitada para modificar los documentos constitutivos;
- restricciones en cualquier transacción de activos (más allá de las necesarias para el SPV para celebrar y cumplir con sus obligaciones en virtud de los documentos de la transacción de financiamiento estructurado pertinente);
- poderes y objetivos definidos estrictamente (aquellos necesarios para que el SPV celebre y cumpla con sus obligaciones en virtud de los documentos de la transacción de financiamiento estructurado);
- restringidos poderes de los directores;
- restricciones con respecto al otorgamiento adicional de préstamos, captación financiera, garantías, o cesión de garantías u otros aspectos similares (salvo en casos excepcionales en los que la deuda subordinada y los acreedores subordinados han acordado en encontrarse subordinados en la prelación de pagos del financiamiento estructurado existente).
- sin negocio operativo;
- sin empleados; y
- sin confusión o fungibilidad de activos con otras partes.

Otras limitaciones, además de las anteriores, se pueden incluir en algunas estructuras. Fitch siempre revisará las limitaciones aplicables en su totalidad.

Dependiendo de la jurisdicción, otras formas de comodidad legal o mitigante pueden estar presentes que conservan la propiedad independiente de la SPV (por ejemplo, cuando el porcentaje de participación en el SPV está ampliamente sostenido).

Estipulaciones de Recurso Limitado y Restricción de Solicitud de Bancarrota

Dado que todos los acreedores de una transacción de FE son conocidos e identificables (tenedores de los bonos, fideicomisario, proveedores de liquidez, contraparte del *swap* y otras contrapartes contractuales del SPV), estos pueden (sujeto a cualquier restricción legal aplicable) acordar contractualmente en los documentos de la transacción el limitar sus derechos individuales legales de comenzar un proceso de insolvencia o liquidación del SPV o sus activos.

Comúnmente, las limitaciones a las que los acreedores de transacciones de FE se encuentran sujetos al cierre se describen en las provisiones de recurso limitado y restricción de solicitud de bancarrota en los documentos de creación del SPV, así como en los documentos de la transacción. Al acordar que su deuda garantizada es de recurso limitado, los acreedores de la transacción se comprometen a tener recurso solamente en contra de los activos del SPV para el pago de las cantidades adeudadas.

Bajo la provisión de restricción de solicitud de bancarrota, los acreedores de la transacción renuncian a su derecho de demandar al SPV individualmente y acuerdan no iniciar una "solicitud" a la corte para comenzar el proceso de bancarrota u otro proceso de insolvencia por el adeudo de las cantidades adeudadas al acreedor. En ciertas jurisdicciones, puede ocurrir que la restricción ilimitada del derecho del acreedor de comenzar dichas acciones en contra del SPV no sea ejercible. En dichas circunstancias, es común que los acreedores acuerden en una restricción por la duración del período aplicable de sospecha más un día después de la fecha en la que la deuda debería ser liquidada.

Fitch espera que los acreedores de la transacción acuerden las restricciones de recurso limitado y de solicitud de bancarrota. En aquellos casos para los que la estructura no incluya restricciones de recurso limitado y/o de solicitud de bancarrota, o que dichas restricciones se encuentren sujetas a condiciones adicionales, Fitch espera recibir información justificando esta situación (incluyendo los respectivos mitigantes estructurales). Esto permitirá que la agencia pueda determinar los riesgos asociados al SPV y como consecuencia, determinar si la transacción de FE se beneficia de restricciones de recurso limitado y petición de bancarrota.

Las transacciones de FE por lo regular cuentan con un fiduciario de garantía que posee y tiene derecho de ejecutar la garantía para beneficio de los tenedores de los bonos, esto con la finalidad de delimitar aún más el riesgo al que los acreedores de la transacción podrían enfrentarse (a pesar de la existencia de restricciones de recurso limitado y solicitud de bancarrota) resultando en una acción por parte de ellos para obtener el pago de sus reclamaciones aseguradas.

Las transacciones de FE por lo regular limitan los derechos de sus acreedores a través de estipulaciones de recurso limitado y restricción de solicitud de bancarrota.

Prioridad de Pagos

El tener un universo conocido de acreedores en la transacción significa que estos acreedores pueden acordar prioridades claras en relación con el pago de sus deudas mediante la asignación de los flujos de caja y otros ingresos procedentes de los activos, de acuerdo a una distribución predefinida (o cascada). Fitch examinará estas disposiciones para confirmar que reducen la incertidumbre de los resultados y establecen eficazmente las prioridades de los tenedores de bonos y otras partes de transacción, tanto antes como después de la ocurrencia de un incumplimiento.

Fitch también revisará la prelación de pagos acordada con otros acreedores del SPV (tales como las autoridades tributarias) que no son parte de la transacción y que por lo tanto no se encuentran limitadas por las restricciones de recurso limitado y solicitud de bancarrota pero que son obligatorias por ley.

Aislamiento de los Activos Financiados

Fitch espera que las transacciones de finanzas estructuradas estén estructuradas para lograr tal aislamiento y la agencia, como parte de su análisis, realizará una evaluación de la eficacia de los mecanismos propuestos para lograrlo.

Los mecanismos precisos pueden variar dependiendo de la jurisdicción correspondiente y de los objetivos del patrocinador de la transacción. Un mecanismo establecido es por medio de la venta de los activos subyacentes al SPV (una venta real), cuyo objetivo es dar cumplimiento a la transferencia de la titularidad de una manera que vence al máximo la capacidad del emisor (o cualquier acreedor, o el funcionario designado para la insolvencia, el originador) para anular la venta y recuperar parte de los activos vendidos. Cómo se logra la transferencia a un SPV de la titularidad de los activos dependerá de la naturaleza del activo, su ubicación, la ley que rige al activo y la ley que regula la venta.

Cuando el título de beneficiario, antes que el título legal de los activos, es transferido al inicio de una transacción, Fitch esperará que la estructura incluya mecanismos de perfección apropiados para completar la transferencia de la titularidad legal del SPV en un punto de tiempo suficiente antes de la ejecución. Esto suele ocurrir en las jurisdicciones en que los activos que se transfieren están en la forma de deuda y los requisitos previstos en la legislación vigente para la transferencia legal eficaz al SPV incluyen la notificación por escrito al deudor u obligado. En estas circunstancias, el originador podría no encontrar práctico (o deseable) al inicio de la operación dar el aviso requerido a sus deudores subyacentes para efectuar una transferencia legal de los activos.

Alternativamente, el aislamiento de los activos se encuentra en algunas transacciones logradas a través de un SPV que intermedia la adquisición de los activos, que a su vez es financiado por un préstamo garantizado de otro SPV (que a su vez emite títulos para financiar el préstamo).

Independientemente del mecanismo o estructura utilizada, Fitch evalúa el grado en que los activos se han aislado de los cedentes y parte controladora del SPV. Fitch espera que las opiniones legales hagan frente a los riesgos en la jurisdicción correspondiente(s) que ante una insolvencia del originador de los activos, o de cualquier otro cedente, resultará en que los activos volverán a la masa de insolvencia de dicha entidad.

Capacidad Operacional

Fitch espera que el SPV tenga suficiente apoyo de las contrapartes operativas, en particular del fiduciario del bono y/o de la garantía, para que pueda funcionar en el día a día y sobre todo en una crisis. La agencia espera que las responsabilidades de las contrapartes operativas estén definidas claramente en la documentación de la transacción y que las contrapartes tengan el poder para poder abordar con eficacia los problemas que puedan surgir, minimizando el riesgo de interrupción de transacciones.

Otras Amenazas Potenciales del SPV

A diferencia de las empresas operativas, los SPV están restringidos por su formación y documentos de la transacción y no tienen la capacidad de pedir prestado o recaudar capital para remediar los déficits de flujo de caja, o de activos, de problemas estructurales de la transacción. Por estas razones, Fitch no espera que el SPV sea vulnerable a una serie de riesgos, entre ellos:

Fitch analiza documentos relevantes para determinar si los activos del SPV se encuentran aislados de otras partes.

- recaracterización de las transferencias de activos;
- consolidación con sus afiliados o proveedores de servicios;
- obligaciones impositivas (incluyendo el impuesto de sociedades, impuesto al valor agregado, impuesto de timbre o impuesto de transferencia en ejecución de las garantías);
- pasivos de pensiones (o de otras obligaciones relacionadas con los empleados), pasivos por impuestos o riesgo de insolvencia perteneciente a un grupo (por lo general del originador);
- subcapitalización u otros riesgos relacionados con la contabilidad;
- pérdida de la prioridad sobre la garantía de los tenedores de bonos;
- falta de disponibilidad de liquidez prevista en la transacción; y
- obligaciones o pasivos vinculados con activos que requieren gastos de capital (como el riesgo ambiental).

Cuando existen tales riesgos, Fitch examina las características de mitigación para evaluar el impacto de esas características atenuantes en el análisis de la calificación.

Cuestiones No Contempladas en la Calificación

Siempre existen ciertos riesgos adicionales que son difíciles de analizar, tales como el riesgo de iniciar un proceso legal complicado y extenuante, un posible cambio en el régimen legal o fiscal, o fraude. Situaciones como las mencionadas no se encuentran incorporadas en el análisis del SPV por parte de Fitch, ni en su calificación correspondiente. Si existiesen cambios en el régimen legal o tributario que son claramente identificados al momento de asignar una calificación, podrían ser analizados caso por caso.

No Calificaciones Crediticias para el SPV

En algunas ocasiones se ha solicitado a Fitch asignar calificaciones crediticias específicamente al SPV, es decir, el equivalente a una calificación de probabilidad de incumplimiento del emisor (IDR; *issuer-default rating*) para el SPV, contrario a las calificaciones asignadas a los títulos de deuda emitidos por el SPV.

Fitch no asigna calificaciones a SPV en finanzas estructuradas. Esto es debido a que el SPV no posee una condición económica real por sí solo, sus activos se encuentran segregados, y no conduce otra actividad más allá de su participación en la transacción de FE, aunado a que se encuentra restringido para asumir pasivos adicionales a los de la emisión de los bonos que forman parte de la transacción de FE (aunque en algunas ocasiones se encuentra permitido la inclusión de deuda subordinada).

Por lo consiguiente, el SPV no tiene deuda sénior no asegurada que una calificación pudiera reflejar. Los riesgos relacionados con un SPV consisten principalmente a si fue constituido legalmente y por lo consiguiente no existen riesgos crediticios que una calificación de crédito pueda determinar. Una calificación de crédito del SPV por sí sola no tendría ningún sentido.

Apéndice 2: Bonos Rebursatilizados de Finanzas Estructuradas

Se aplicarán consideraciones adicionales al calificar bursatilizaciones respaldadas por tramos individuales o portafolios pequeños de bonos existentes de finanzas estructuradas. Estas rebursatilizaciones pueden tener una estructura sénior/subordinada o simplemente una estructura de tipo *pass-through*.

Una estructura sénior/subordinada implica la emisión de nuevos bonos sénior y subordinados respaldados por el bono subyacente, creando así una protección adicional para el nuevo tramo sénior en comparación con los respectivos bonos subyacentes. Bajo este argumento, el nuevo bono sénior pudiera alcanzar una calificación más alta que la calificación del título bursatilizado original. Por lo general, Fitch se abstendrá de calificar el nuevo tramo más subordinado de la nueva transacción rebursatilizadas. Sin embargo, si la agencia decide calificar el tramo subordinado, es probable que asigne una calificación por debajo de la calificación actual del bono que está siendo rebursatilizado.

En una estructura de tipo *pass-through*, no se crea ninguna subordinación adicional y los flujos de caja de los activos subyacentes son simplemente pagados a los nuevos bonos emitidos por la nueva estructura. En tal caso, la calificación del bono rebursatilizado será la misma que la de los activos subyacentes. El reporte de Fitch “Metodología de Calificación de Bonos Estructuradas de Vinculación Crediticia Sencilla y Múltiple” detalla al punto de vista analítico en el análisis de estructura de tipo *pass-through*.

Por lo general, Fitch no calificará valores rebursatilizados en los que el desempeño del activo subyacente sea altamente incierto o se espere sea muy volátil. Por ejemplo, en los casos en que los bonos originales están en Observación Negativa o Perspectiva de calificación Negativa, Fitch puede o bien abstenerse de calificar los bonos rebursatilizados o aplicar estreses adicionales para compensar la posible volatilidad.

Calificaciones de Bonos Rebursatilizados Sénior

Por lo general, Fitch calificará solo rebursatilizaciones de bonos sénior. A diferencia de los tramos sénior, los tramos subordinados pueden estar limitados al recibo de pagos en caso de incumplimiento de la transacción subyacente, particularmente en aquellos casos en los cuales los tenedores de bonos sénior, quienes controlan las decisiones, opten por desviar los flujos de caja de los bonos subordinados.

Fitch podría, caso a caso, considerar calificar una rebursatilización de bonos subordinados, bajo una metodología de sector específico o caso por caso dependiendo de la clase de activo, de los valores en cuestión, la disponibilidad de información suficiente para analizar los valores subyacentes, la estabilidad del desempeño y el nivel de calificación. En tales casos, los riesgos asociados a la posición subordinada de los bonos que están siendo reempaquetados tendrían que estar suficientemente mitigados, según lo determinado por el análisis de Fitch de la estructura propuesta.

Esto también aplica para las calificaciones de combinación de bonos, donde bonos estructurados ya sea como parte de un mismo fideicomiso o como un fideicomiso SPV separado usando tramos de otros valores están combinados, en total o una parte, para formar un valor nuevo. La metodología de Fitch “CLO and Corporate CDOs Rating Criteria” detalla el enfoque analítico para las calificaciones de bonos combinados, lo cual puede aplicarse en principio a otro sector con base caso-por-caso. Fitch no calificará nuevas combinaciones de bonos estructurados con base en un “saldo nominal” que puede diferir del “saldo declarado” de los bonos a través del tiempo cuando hay un riesgo elevado que la calificación pueda ser malinterpretada o malentendida por aquellos que dependen en la calificación, como los inversionistas, gestores de riesgo o reguladores. Para calificaciones caso-por-caso de una rebursatilización de bonos subordinados, el enfoque analítico de la agencia para calificar estos casos se detallaría en sus comunicados de calificación.

En casos de rebursatilizaciones de uno o un número relativamente pequeño de valores (normalmente, no más de cinco), Fitch analizará los activos subyacentes bajo el marco de metodologías sectoriales específicas. En los casos de rebursatilizaciones de varios títulos de valores dentro de un único SPV, Fitch puede complementar o reemplazar este análisis a través

de un análisis basado en el portafolio que evalúa el riesgo de incumplimiento correlacionado y las concentraciones en valores reempaquetados.

Tranche Thickness Afecta el Análisis Basado en el Portafolio

El tamaño de un tramo relativo al tamaño original del portafolio (*tranche thickness*) y la preferencia del tramo pueden ser determinantes importantes de la recuperación esperada del tramo y la pérdida esperada resultante del portafolio.

Tramos estrechos, los cuales son usualmente tramos subordinados, tienden a tener recuperaciones más bajas en caso de un incumplimiento y, como resultado, Fitch puede aplicar supuestos de recuperación más bajos para tramos estrechos subordinados [ver metodología "Structured Finance CDOs Surveillance Rating Criteria"].

Derivados de Transacciones Subyacentes

Transacciones de finanzas estructuradas subyacentes pueden incorporar varios contratos de derivados que tienen como objetivo mitigar el riesgo de tasa de interés o de tipo de cambio. Si un evento de incumplimiento ocurre y la garantía sobre el colateral se hace cumplir por los tenedores de bonos a través de la liquidación del colateral, los contratos de derivados pueden ser terminados. Si el precio de ejercicio de estos derivados está fuera del dinero (*out-of-the-money*), desde la perspectiva de la transacción de financiamiento estructurado subyacente, un pago por terminación se deberá entregar a la contraparte. Este pago sería típicamente preferente en la cascada de pagos y, por lo tanto, se realizaría con anterioridad a cualquier pago a los bonos sénior rebursatilizados. Si existiese el riesgo de que el colateral que asegura los activos subyacentes pudiese ser liquidado y/o los contratos derivados terminados, dando lugar a un pago significativo por terminación que fuera preferente a los pagos a los tenedores de bonos del activo rebursatilizados, sería poco probable que Fitch calificara tal rebursatilización.

Posible Consideración del Precio Pagado

Fitch utiliza sus criterios de calificación publicados para formar una opinión sobre un título de valor. Sin embargo, al asignar nuevas calificaciones a un título rebursatilizado, la agencia puede también considerar el precio al que el SPV adquiere el valor original (sobre todo si hay una diferencia sustancial entre la opinión de calificación de Fitch sobre la probabilidad de retorno total de capital total y el precio de mercado).

Si bien estos principios se aplican a las rebursatilizaciones de financiamiento estructurado a nivel global, los grupos de sectores individuales pueden publicar metodologías específicas que complementen o sustituyan estas directrices.

Apéndice 3: Canje Forzoso de Deuda

Dentro de FE, la gran mayoría de los incumplimientos se explica por impago de cupón o pagos de capital. Sin embargo, como las transacciones de FE a nivel mundial se han enfrentado a los desempeños de los activos más desafiantes, y posibles incumplimientos de pago tras la crisis financiera, la incidencia de posibles situaciones de canje forzoso de deuda (DDE) ha crecido en el sector de FE.

Fitch puede determinar que ocurrió un DDE cuando un emisor, en conjunto con los tenedores de bonos, decide reestructurar o intercambiar los bonos calificados en un esfuerzo por evitar un probable incumplimiento de pago. Por definición, la reestructuración o intercambio causan una reducción en términos económicos originales desde la perspectiva del tenedor, y en cierta medida serán, por lo tanto, por naturaleza forzoso. Tal reducción puede consistir en una reducción o diferimiento de los pagos de cupones contractuales a los tenedores de los bonos.

Determinando un DDE

Un DDE será determinado en los méritos de cada caso individual, pero puede incluir un cambio de las condiciones de pago de interés, una extensión del vencimiento legal de los valores calificados, una reducción de la protección estructural que conduce a una reducción en términos económicos o una oferta pública consistente en el intercambio en términos que son significativamente peores que los términos contractuales originales. Un elemento de subjetividad permanecerá en la mayoría de los casos.

Al considerar si una transacción o clase de bonos deben ser clasificados como si hubiera experimentado un DDE, Fitch esperaría lo siguiente: los tenedores de los bonos relevantes sufrirán una reducción importante en las condiciones económicas en comparación con las condiciones contractuales existentes; y la reestructuración o intercambio evitará un incumplimiento de pago probable en los bonos subyacentes.

Fitch determinará un evento de DDE y cualquier ajuste a sus calificaciones con base en la evaluación de la agencia de cada caso concreto y a su entera discreción. Fitch determina si una reestructuración o un canje es considerado forzoso mediante la revisión de la totalidad de la propuesta, la motivación de la propuesta y su impacto económico en los tenedores de cada clase de bonos calificados, con base en la información entregada a Fitch¹

Reducción Material en Términos Económicos

Si, en opinión de Fitch, las condiciones económicas propuestas de una reestructuración son significativamente peores que los términos contractuales originales, o un intercambio resulta en el inversor recibiendo cualquier otra cosa que no sea la misma cantidad de bonos en términos similares, entonces hay una fuerte presunción de que la reestructuración o intercambio, como sea el caso, debe considerarse como un DDE.

Fitch define una reducción significativa en términos económicos en una transacción de FE como una propuesta de reestructuración o de intercambio que da lugar a los tenedores de un bono de recibir un mandato revisado que, tomados en conjunto, materialmente ponen en peligro la posición económica de los tenedores de bonos en comparación con las condiciones anteriores. Incluye - pero no se limita a - cualquiera de los siguientes, o una combinación de los mismos:

- reducción en el saldo de capital;
- reducción en cupón;
- diferimiento de los pagos de cupón, o pago en especie, con un bono calificado para el pago puntual de cupón;

¹ Fitch no puede garantizar que toda la información relevante se dé a conocer por las partes de la transacción, especialmente en el caso de las ofertas de canje o públicas. Fitch espera que cada emisor que haya aceptado participar en el proceso de calificación, o sus agentes, suministrará de inmediato a Fitch toda la información pertinente para la evaluación de las calificaciones de dicho emisor o de los valores correspondientes, incluyendo, sin limitación, todos los cambios importantes en información proporcionada anteriormente, eventos potenciales materiales y la situación financiera general del emisor, que puede requerir la comunicación de la información no pública para Fitch. Esperamos que toda la información sea oportuna, precisa y completa en todos los aspectos. Esto incluirá toda la información solicitada en relación con la licitación o canje realizado. En el caso de que Fitch no pueda obtener suficiente información para formarse una opinión, la calificación será retirada a la entera discreción de la agencia.

- extensión del vencimiento;
- reducción de la protección estructural a los tenedores de los bonos calificados (por ejemplo, la eliminación de un detonante de protección o evento de terminación) que conduce a un impacto económico negativo; y
- reducción contractual o estructural de la prelación del bono (la agencia puede determinar que algunos cambios, por ejemplo, un aumento en el monto de los honorarios luego del reemplazo del administrador, puede no ser material suficiente para constituir un DDE).

Sin embargo, esto no significa que la reestructuración o intercambio no sea lo mejor para los intereses del tenedor. Puede que sea la elección lógica (o la única) en las circunstancias; sin embargo, la reestructuración o el intercambio en sí es, en opinión de Fitch, un reconocimiento de deterioro del crédito. Para determinar si los inversores han sufrido una reducción significativa en términos económicos, se podría tener en cuenta si los bonos fueron adquiridos con un descuento o a valor nominal².

Generalmente, los DDE en transacciones de FE implican uno o más de los anteriores. Si no hay factores atenuantes, la presencia de cualquiera de los ejemplos anteriores puede ser suficiente para que Fitch determine que se ha producido una reducción significativa en términos económicos. Fitch determinará durante su proceso de comité la materialidad de cualquiera de los ejemplos anteriormente mencionados y lo incorporará en su decisión de calificación.

Si bien los factores atenuantes tales como un aumento en los pagos de cupón pueden estar presentes en DDE, Fitch espera que estos a menudo no compensen completamente el impacto de la DDE de tenedores de bonos afectados. Un comité de calificación tendrá en cuenta la reestructuración o intercambio en su totalidad y determinará si se ha producido un DDE.

El análisis de Fitch puede concluir que un DDE ha ocurrido para algunos, pero no todas las clases de bonos emitidos por un emisor determinado. La decisión dependerá, entre otros factores, de la materialidad del cambio y el impacto económico en cada clase de bonos calificados.

Riesgo de Incumplimiento

El segundo elemento requerido en la determinación de que un evento debe ser considerado como un DDE es si el evento evitará un incumplimiento de pago probable en los bonos. Si el bono debiera pagar un interés sobre una base oportuna, es evidente para Fitch que el emisor no tiene fondos suficientes para hacer los pagos de intereses futuros en períodos futuros, por consiguiente el impago de los bonos es claramente inminente. En tal caso, un intercambio que cambia los términos de bonos para permitir el diferimiento de interés muy probablemente sería clasificado como un DDE, ya que los bonos incumplirían sin el intercambio.

En otras circunstancias, un DDE podría ser más difícil de evaluar. Factores comúnmente asociados con DDE que pueden ayudar a Fitch con esta evaluación son los siguientes.

- Las calificaciones se han deteriorado desde la emisión original, por ejemplo, donde los bonos que fueron calificados originalmente en nivel de grado de inversión se han deteriorado significativamente, por lo que las calificaciones se han bajado sustancialmente.
- Desempeño del colateral se ha deteriorado significativamente de las expectativas originales o cuando se compara con las bursatilizaciones de garantía similares (por ejemplo, donde las tasas de morosidad han aumentado significativamente y las tasas de prepago se han reducido).
- Contrapartes están en dificultades, por ejemplo, cuando una o más de las partes en la transacción original (por ejemplo, un proveedor del derivado) ha incumplido o se encuentra en un grado alto de estrés.
- Precios del mercado secundario se descuentan substancialmente; por ejemplo, cuando los valores del mercado (MTM; *mark-to-market*) han ido disminuyendo y están estresados o son bajos en comparación con los valores de un tipo similar. Como se señaló anteriormente, MTM deprimidos no son necesariamente indicativos de los problemas de crédito con los

² Fitch califica la emisión de valores de acuerdo con los términos y condiciones en sus contratos. Aunque el valor de los títulos en el mercado de valores pueda proveer una noción sobre la naturaleza del intercambio, estos por sí solos no determinan dentro del análisis de Fitch si los inversionistas sufrieron una "reducción considerable en términos económicos".

mismos bonos, por ejemplo, cuando los MTM están presionadas por lo general debido a la restricción de liquidez en el mercado. No obstante, cuando se valoran los bonos individuales sustancialmente por debajo de los instrumentos que sean equivalentes de su grupo de pares, esto puede ser una indicación de dificultades en desempeño.

Estos son sólo indicadores potenciales y es posible que Fitch pudiera tomar una determinación de DDE en ausencia de uno o más de los anteriores. Inversamente, Fitch podría no considerar un DDE que se ha producido incluso si uno o más de los anteriores están presentes.

Implicaciones de Calificación

Antes de la Ejecución

Cuando Fitch es informado de una reestructuración o intercambio propuesto para los bonos, de los cuales la agencia determina que es un potencial DDE, la calificación crediticia de los bonos afectadas puede ser colocada en calificación en Observación Negativa. Una vez que los detalles de la oferta de intercambio formal o propuesta de reestructuración se han finalizado y comunicado a Fitch, los bonos afectados podrán bajarse a 'Cs' indicando incumplimiento inminente.

En la Ejecución

Si la DDE se ejecuta con éxito, la calificación del bono baja a 'Dsf'. Esto refleja la opinión de Fitch de que se ha producido un DDE y se comunica al mercado en general que la agencia se refiere al DDE como un incumplimiento.

Ejecución Posterior

Inmediatamente después de la fecha efectiva del DDE, la calificación del bono se eleva desde 'Dsf' y volverá a calificarse en un nivel que refleje la estructura como existe después del DDE. Cualquier bono nuevo emitida o bonos existentes reestructuradas en un DDE serán calificadas puramente basadas en el perfil crediticio de la transacción después de la reestructuración o intercambio, junto con las medidas estructurales y/o consideraciones legales relacionados con la emisión específica.

Como resultado del intercambio, los nuevos bonos, que sustituyen a los bonos anteriores que se extinguen, se pueden emitir. En estos casos, a los bonos de la nueva emisión se les asigna una nueva calificación en la fecha efectiva del DDE. Por el contrario, la calificación de los bonos extinguidos, después de haber sido colocadas en 'Dsf' en la fecha efectiva del DDE (como se describió anteriormente), se retira.

Los bonos más antiguos que siguen vigentes, pero con términos y condiciones reestructurados, se recalifican para reflejar la opinión de la agencia con respecto al nuevo perfil de crédito de los bonos después de que el DDE se ha ejecutado. El hecho de que cualquier emisión de bonos fue producto de un DDE no es relevante para la actual calificación.

Apéndice 4: Límites y Restricciones de Calificación

Fitch puede considerar ciertas características de las transacciones FE como incompatibles con algunas categorías de calificación. Las calificaciones de Fitch por lo tanto pueden estar sujetas a límites de calificación (*rating caps*). Las limitaciones pueden ser tales que no es posible calificar los bonos. Esta sección discute los factores que influyen la aplicación de los límites (*caps*). No define reglas altamente prescriptivas y a detalladas que aplican a todas las circunstancias debido a las variadas clases de activos en FE. Límites específicos de calificaciones en una clase de activo o sector de mercado se especificarán en los reportes de metodologías de sectores específicos en donde se apliquen. Cuando límites específicos a las calificaciones son aplicables con base en una metodología de sector específico, este criterio tendrá prioridad sobre la metodología publicada en este reporte.

Esta sección proporciona un marco general de los principios que los analistas de FE de Fitch aplicarán para evaluar transacciones. En ciertos casos, las transacciones no alcanzarán categorías de grado alto de inversión (calificaciones 'AA' o mayores) en principio, sin importar el grado de protección crediticia o la mitigación estructural de los bonos. Límites de calificación pueden ser impuestos a cualquier nivel de calificación dependiendo de las circunstancias individuales de una transacción o sector.

Las consideraciones de límites de calificación pueden aplicar tanto en escala de calificación nacional como internacional. Sin embargo, los límites para calificaciones de escala nacional considerarán circunstancias específicas del país y su escala de calificación nacional, la cual difiere en su naturaleza respecto de la escala de calificación internacional. Las consideraciones de límites de calificación pueden ser menos relevantes para calificaciones nacionales (por ejemplo, la disponibilidad de información de todos los sectores en el país puede representar un problema sistémico donde aplica la escala nacional). No obstante, casos en que fundamentalmente se evitaría calificar, aplicarían de igual manera a las calificaciones de escala nacional.

Una transacción que no cumpla con todos los elementos descritos en este apéndice puede aún calificarse si Fitch determina que dicha transacción es compatible con el fin y la intención de las calificaciones de Fitch y cuando Fitch considere que tiene suficiente información para formularse una visión de crédito.

Calidad de la Cartera y de la Información

En la subsección "Suficiencia de la Información" en la sección "Calidad del Activo", Fitch explica la información que espera recibir y en la que depende para su análisis de transacción.

Para cierto tipo de transacciones de FE, Fitch espera recibir información préstamo-por-préstamo para realizar su análisis. Si la información específica préstamo-por-préstamo no está disponible, información amplia de mercado y otra retroalimentación puede por lo general proporcionar información aproximada.

Si bien el largo del tiempo puede ser extenso, la información podría únicamente cubrir un ciclo económico benigno y por lo tanto puede ser insuficiente para desarrollar supuestos sólidos. Dicha información para un período benigno largo permite una visión limitada de cómo el desempeño puede desarrollarse durante la parte del ciclo recesivo, especialmente dado que un ciclo alcista extendido y sostenido puede ser por sí mismo una indicación de una "burbuja". Un período benigno largo puede significar un ciclo bajo largo y sostenido posterior al revertirse el desempeño hacia la tendencia de largo plazo.

Fitch también considera cómo los tipos de producto han evolucionado durante el período para el cual la información ha sido proporcionada con activos de muy largo plazo. Si las características de producto han cambiado significativamente, entonces, la información proporcionada respecto a los activos que se originaron hace 20 años atrás o más (y en algunos casos incluso en un período más corto) podría ya no proporcionar una percepción suficiente de cómo los activos pueden desempeñarse en el futuro, y por lo tanto volverse menos relevantes. Los ajustes cualitativos pueden ser suficientes para abordar cambios limitados en las características del producto, de tal manera que un límite a la calificación podría no aplicar. Sin embargo, niveles múltiples de cambios de producto que den lugar a varios niveles de riesgo adicional, conducirían más probablemente a un límite a la calificación salvo que exista información suplementaria

disponible para evaluar cómo dicha evolución del producto puede influenciar su desempeño futuro.

La relevancia de la información histórica para el análisis de calificaciones podría ser un problema específico para transacciones con riesgo hacia el final “tail-end” [ver sección “Exposición a Valor de Mercado Excesivo”]. Esta podría ser una función de un cambio sistémico fundamental por el cual los patrones de desempeño históricos pueden repentinamente cambiar, haciendo que las evaluaciones de riesgo con base en información histórica, sean menos predictivas del desempeño futuro. El marco de modelación estará sujeto a escrutinio adicional en estas circunstancias, con un especial énfasis en cómo los estreses de liquidez de corto plazo pueden afectar la transacción.

Si un originador no es capaz de producir información de desempeño histórica de acuerdo con la descripción anterior para los activos destinados para una bursatilización, es improbable que la transacción propuesta sea calificada por Fitch salvo que mitigantes fuertes, tales como datos amplios del mercado relevante, están disponibles. En clases de activos en las que los criterios de suscripción específicos del originador se espera tenga una influencia limitada en la calidad crediticia de la cartera (ej. créditos sindicados, o créditos de propiedad comercial), se espera que la información de mercado disponible sea más relevante que la información específica del originador.

Algunas transacciones respaldadas completamente por una cartera de cierto tipo de activos podrían ver impuesto un límite de calificación cuando, por ejemplo, esos activos tienen un atributo específico o se originan de un sector volátil del mercado. Sin embargo, podría haber ejemplos en donde la transacción es respaldada únicamente por una proporción de dichos activos más que por la cartera entera. En dicho caso, la transacción puede seguir siendo elegible para calificaciones en las categorías más altas, si en el análisis de Fitch, esa porción de la cartera no obtuviera crédito y se esperara una pérdida total en escenarios de calificación por encima del nivel en donde normalmente se esperaría que el límite de calificación aplicara a dichos activos.

Los reportes de metodologías de sector específico o de metodologías personalizadas proporcionan una descripción detallada del tipo y alcance de la información esperada para cada clase de activo que está alineado con los principios anteriores.

Posibles Factores Mitigantes

Si la información del originador no cumple completamente con los estándares mencionados anteriormente, información representativa aproximada puede ser considerada para complementar información histórica inadecuada del desempeño del originador (ya sea en términos de tiempo o relevancia directa) y la calificación de una transacción. Además, para considerar otras fuentes de información, Fitch puede también tomar en cuenta cualquier información relevante o perspectiva de industria de otros grupos analíticos dentro de Fitch.

La información aproximada puede ser información de otros originadores activos en el mismo mercado o información a nivel general de la industria (en cada caso, los activos sujetos de dicha información deben ser similares en términos de perfil, así como suscripción, originación y estándares de administración y cobranza). En casos limitados, también se podría incluir información disponible de distintas jurisdicciones para clases de activos similares, en donde los aspectos específicos de la jurisdicción de la información pueden ser abordados mediante ajustes razonables.

Si la jurisdicción en donde los activos son originados tiene un régimen legal y político significativamente diferente, comparado con otras jurisdicciones en donde la información aproximada puede estar disponible, entonces es poco probable que la información de estas jurisdicciones pueda calificar como información aproximada debido a su relevancia limitada. En dichos casos, es poco probable que Fitch asigne una calificación.

Para aquellas calificaciones que se llevan a cabo sujetas a un límite de calificación, basadas en información limitada complementada por información aproximada, los supuestos de incumplimiento y severidad de pérdida serán más altos de lo que serían normalmente si más información estuviera disponible. Esto refleja penalidades aplicadas en el análisis para mitigar una incertidumbre mayor respecto de la información usada para derivar los supuestos de calificación, los que resultarán en expectativas de pérdida de casos base más altos y/o niveles de estrés más altos y mayores niveles de mejora crediticia que si hubiera más información.

En el caso de que solo haya una deficiencia limitada de información histórica y/o información aproximada de acuerdo a lo descrito, podría ser posible calificar una transacción sin un límite de calificación. Esta limitación estaría mitigada mediante la aplicación de estreses de activos significativamente más altos para alcanzar categorías de grado de inversión mayores. Dicho enfoque puede tomarse ya sea a nivel de metodología si hay información significativa de mercado disponible o a nivel de una transacción específica.

Concentración de Activo y Volatilidad de Desempeño

Inquietudes sobre la concentración de activos emergen por ejemplo cuando, el desempeño de una transacción es totalmente o materialmente dependiente de una sola industria, una región geográfica pequeña o muy pocos deudores, especialmente si estos están combinados con una calidad crediticia baja. Las transacciones que son inicialmente diversificadas pueden volverse concentradas con el tiempo, al madurar y amortizarse. En dichos casos, un límite de calificación podría aplicar. Fitch espera que dichos riesgos sean abordados mediante mitigantes estructurales como niveles de mejora crediticia mínima en nuevas transacciones.

Concentración de Industria

En caso de concentración de industria, Fitch analizaría el tipo de industria (o el número pequeño de industrias conectadas según el caso) y analizaría si dicha industria se caracteriza por un desempeño de activo muy volátil, pocos actores, o un grado alto de incertidumbre (por ejemplo, a través de la obsolescencia de tecnología clave). Si prevalecen dichas consideraciones, es probable que se aplique un límite de calificación.

Ejemplos en donde un límite de calificación por concentración de industria podría aplicarse incluyen pero no se limitan a: (a) una bursatilización de créditos de propiedad comercial junior (Bonos-B), especialmente si están en una sola jurisdicción o en regiones o jurisdicciones relacionadas; (b) una bursatilización de créditos de transporte, particularmente si es muy dependiente de tasas del momento (*spot rates*) de transporte y (c) una bursatilización respaldada por flujos de caja futuros de acuerdos judiciales de compañías de tabaco a estados de Estados Unidos (ABS de acuerdo de tabaco).

Sin embargo, las transacciones estándares de FE diversificadas no están consideradas dentro de la categoría de una sola industria. Los segmentos específicos del mercado financiero de consumo como el automotriz y los préstamos de tarjetas de crédito o el mercado inmobiliario comercial se caracterizan por mercados con datos de desempeño adecuados, por lo que supuestos analíticos sólidos podrían ser desarrollados. Si bien estos sectores podrían estar expuestos a un comportamiento cíclico, Fitch normalmente no aplica un límite de calificación debido al relativamente bajo grado de incertidumbre asociado con la información de desempeño robusta. Las transacciones de finanzas de consumo también están expuestas a un grupo grande diversificado de deudores en donde una opinión puede formarse con base en el comportamiento colectivo en escenarios de estrés.

De manera similar, una bursatilización de una cartera diversificada de obligaciones corporativas de alto rendimiento podría tampoco ser considerada sujeta a la exposición de una sola industria. Si bien los activos de calidad crediticia baja están sujetos a una volatilidad de desempeño más alta, puede que un límite de calificación no aplique cuando estas transacciones demuestren una diversificación importante de industria y deudores (por lo tanto suficiente estabilidad en general). A pesar de esto, límites de calificación podrían ser aplicables en ciertas clases de activos granulares en donde la transacción está concentrada en un sector o subsector en el cual el desempeño histórico ha sido volátil o impredecible. Estas podrían incluir transacciones respaldadas por activos de calidad crediticia no tradicional o más riesgosa combinadas con prácticas de suscripción más agresivas y/o otros factores de riesgo. También podría incluir transacciones concentradas en camadas (*vintages*) específicas originadas en condiciones máximas, en las que el desempeño histórico ha sido pobre y altamente volátil.

Prefondeo y Períodos Revolventes

Además, las transacciones que han tenido largos profondeos o períodos revolventes o donde los montos de profondeo son considerados significativos, pueden no ser calificables o pueden estar sujetas a un límite en la calificación máxima alcanzable. Estas características estructurales exponen a los inversionistas a riesgos adicionales con respecto a un horizonte de riesgo más largo. Específicamente, hay un mayor riesgo a estar sujeto a una evolución negativa en el perfil

crediticio del colateral, especialmente en el período previo al auge del ciclo, con el riesgo de mayores pérdidas durante el receso posterior.

Fitch puede tener preocupaciones respecto de los incentivos de las partes de la transacción (véase Incentivos de las Partes de la Transacción más abajo) para transacciones revolventes o administradas en donde el colateral podría cambiar significativamente con el tiempo y los originadores y administradores pueden tener el incentivo de vender o reemplazar activos de calidad baja en la cartera para mantener el fondeo de corto plazo de la compañía. Si bien los criterios de elegibilidad normalmente proporcionan cierta protección para esto, no abordan por completo un desajuste material de intereses. Dependiendo de los arreglos específicos de la transacción para abordar dichas preocupaciones, un límite de calificación podría aplicar o la transacción podría no ser calificable.

Bonos de Exceso de Margen Financiero y Dependencia del Exceso de Margen Financiero

Los bonos de exceso de margen financiero se definen como bonos capitalizados emitidos en exceso al saldo de principal de los activos más el saldo de las reservas en efectivo en la fecha de cierre de la emisión y aquellas cuyo pago depende de la disponibilidad del exceso de margen financiero. Las calificaciones implícitas de modelo de tales bonos son altamente sensibles a los supuestos del modelado del flujo de efectivo, especialmente a las tasas de prepago. Las calificaciones de tales bonos se limitan a 'BB+sf'. De manera similar, las calificaciones de aquellos bonos cuyo repago depende excesivamente, aun cuando no sea de manera completa, del exceso de margen financiero podrían ser limitadas.

Concentración Geográfica

De igual manera, si hay una importante concentración geográfica, un límite de calificación también podría aplicar. Por ejemplo, este puede ser el caso si una transacción RMBS mayormente respaldada por hipotecas de casas secundarias o de vacaciones ubicadas en una región o una isla dominada por el turismo. Fitch considera que dicha transacción podría estar sujeta a una volatilidad de desempeño inconsistente con calificaciones 'AAAsf'. La determinación de si un límite de calificación aplicará, dependerá de un análisis específico del perfil económico de la región en cuestión. Concentraciones geográficas menos graves pueden abordarse mediante ajustes analíticos específicos que pueden ser descritos en la metodología relacionada con el sector específico o en la metodología personalizada o en el informe específico de la transacción.

Concentración de Activo y Deudor

Límites de calificación también pueden ser aplicables si hay una importante concentración del activo o de los deudores en la cartera de una transacción. Sin embargo, esto también depende de la clase de activo, del tipo de deudor o concentración del activo, y de la calidad crediticia del activo. Por ejemplo, es poco probable que la bursatilización de una propiedad comercial de calidad alta de Nueva York esté sujeta a un límite de calificación dado la alta liquidez esperada y el valor de la propiedad. Por otro lado, es poco probable que una transacción respaldada por una deuda no garantizada de un grupo pequeño de emisores corporativos calificados en 'BBB' alcance una calificación por sobre el nivel 'Asf', en contraste con transacciones más granulares.

El riesgo de concentración activo o deudor puede surgir en transacciones que son inicialmente diversificadas pero que experimentan con el tiempo una mayor concentración en un grupo pequeño de préstamos. Mayores niveles de mejora crediticia hacia el final (*tail-end*), puede ser una de las maneras de mitigar este riesgo al madurar y amortizar las transacciones. Fitch aplicará límites de calificación para transacciones que podrían experimentar dicha concentración de número de activos y en donde las transacciones no tienen alguno de los mitigantes estructurales para compensar una volatilidad de desempeño potencialmente mayor al disminuir el tamaño del portafolio.

Diferimiento de Intereses de los Bonos

Las calificaciones de FE de Fitch consideran la probabilidad de recibir pagos de acuerdo a los términos y condiciones en los que los inversionistas realizan su inversión. Esto significa que, para el repago del principal, una calificación de Fitch considera la amortización del principal al vencimiento final legal del bono, a menos que exista un calendario predefinido de repago del principal, el cual representaría un evento de incumplimiento si no se cumpliera.

Fitch no asignará calificaciones en escala internacional de AAA_{sf} o calificaciones en escala nacional de AAA_(nac) que corresponden a AAA_{sf}, a bonos que se espera difieran intereses dentro de escenarios de calificación asociados a dichas calificaciones, incluso si está permitido bajo los términos de los documentos.

Fitch asignará calificaciones en escala internacional por debajo de AAA_{sf}, calificaciones en escala nacional por debajo de AAA_(nac), o bien, calificaciones en escala nacional de AAA_(nac) si no corresponden a AAA_(sf), a los bonos que incurren o se proyecta incurrirán bajo diferimientos en su escenario de calificación respectivo, en caso de que las siguientes condiciones se cumplan:

- Si la prioridad de pago de la transacción incluye un mecanismo de repago definido de montos diferidos;
- Si los diferimientos de interés han tenido una recuperación completa bajo los términos de los documentos al vencimiento legal final en el escenario de calificación asociado con la calificación asignada al bono;
- Si los diferimientos de interés son una característica estructural común en el mercado particular o se les da a los tenedores de bonos una indicación clara de que los diferimientos podrían ocurrir en los documentos de la transacción (p. ej., si los bonos se denominan “bonos diferibles” o si el diferimiento se considera un factor de riesgo para los bonos en los documentos).

Un comité de calificación podría optar por no asignar una calificación a un bono cuyo diferimiento de intereses no sea, en opinión de Fitch, claramente reconocible por el público inversionista; por ejemplo, bonos cuya etiqueta conlleve la posibilidad de un pago de intereses puntual, pero cuya estructura de transacción y prioridad de pago hagan esto improbable. Esto no sería así para los bonos claramente etiquetados como bonos de devengo de intereses y estructurados para pagar intereses únicamente al vencimiento, ya que no existe opción relacionada al desempeño ni posibilidad implícita de pagos periódicos de intereses.

Reducción Condicional de Interés y/o Principal

Fitch podría decidir si limitar las calificaciones o no calificar las transacciones con reducciones de principal o intereses de manera condicional.

Fitch ha sido abordado con transacciones en donde los términos y condiciones especifican la reducción de una distribución de interés y/o la reducción de las ganancias del principal, sujetas a ciertos eventos crediticios (por ejemplo, la reducción de la tasa de interés si un crédito soberano incumple por ende integrando el riesgo crediticio dentro de la definición del cupón de interés). En dichos casos, al asignar calificaciones de FE, Fitch se alejaría del principio de calificar de acuerdo a los documentos y también considerará la probabilidad de que dicho evento condicional ocurra en combinación con otros arreglos estructurales.

Esto es porque en dichas circunstancias, una opinión de calificación crediticia entregada en la forma de una transacción como se describe en los documentos de la transacción, no expresaría de manera efectiva una opinión de la sustancia de todo el perfil crediticio de la transacción (esto es, Fitch aplicaría el principio de “sustancia por sobre la forma” en dichos casos). Esto podría resultar en un límite de calificación o en volver la transacción no calificable.

En casos en los que el recibo de un cupón de interés (o parte de un cupón de interés) es condicional al riesgo crediticio (por ejemplo, el ejemplo anterior de la reducción de un cupón en el incumplimiento de un crédito soberano), la calificación de Fitch abordará el riesgo crediticio integrado en el cupón de interés así como el rendimiento del principal. Esto es porque una opinión crediticia puede formarse en relación con la probabilidad de una reducción condicional en el cupón de interés. Por lo tanto, la calificación estaría limitada por la posición crediticia del

crédito soberano si es más bajo que la de la entidad que tiene la obligación de hacer los pagos de interés y del principal.

Fitch también ha sido solicitado para calificar bonos FE cuando el cupón de la tasa de interés o el principal está vinculado al mercado a través de la dependencia en el desempeño de un índice de crédito o de mercado (por ejemplo, un índice de capital como el iTraxx). Fitch no calificaría tal transacción, porque no podría evaluar la porción de la exposición a valor de mercado [ver sección "Exposición a Valor de Mercado Excesivo"].

Para clarificar, esto no aplica (y los límites de calificación no son aplicables) si los montos de distribución de interés son variables porque los pagos están basados en un margen sobre un índice de tasas de interés variable (como la tasa Libor) o índices de inflación.

Del mismo modo, en los casos en que el pago de un cupón de una nota se basa en el saldo pendiente del bono menos reducciones o cuando los pagos de cupones en una fecha de pago de interés determinada se cancelen de forma permanente debido a la ocurrencia de ciertos eventos de tipo crediticio (por ejemplo, el nivel de incumplimiento o de pérdidas), Fitch no seguiría el principio de calificar de acuerdo con lo establecido en los documentos. Fitch modelaría tales estructuras de acuerdo con la documentación de la transacción y solo asignará una calificación si, en el escenario de calificación pertinente, se pagan en su totalidad el capital y los intereses, y no se espera que ocurra el evento crediticio desencadenante de la reducción de los pagos de intereses durante la vigencia del bono en el escenario de calificación correspondiente.

Por ejemplo, este es el caso de aquellas estructuras en las que el pago del cupón no se basa en el saldo del capital pendiente del bono, sino en el llamado "saldo del capital del bono declarado como pendiente" (es decir, el saldo del capital del bono pendiente menos los saldos incobrables o, de manera alternativa, menos el registro de deficiencia de capital [PDL; *principal deficiency ledger*] pendiente) o cuyos pagos del cupón no se hayan realizado cuando el saldo declarado del bono sea cero. En esos casos, Fitch asignará una calificación solo si, en el escenario de calificación pertinente, el pago del cupón no se ve afectado por la presencia de deudas incobrables (o PDL).

Otros ejemplos de las estructuras sintéticas de pago en dos etapas están descritos en el "Apéndice 5: Bursatilizaciones Sintéticas".

Límites WAC Netos

Límites de cupón promedio ponderado (WAC; *weighted average coupon*) neto, que limitan el interés adeudado de ciertos bonos al nivel de la tasa de interés promedio ponderada adeudada en todos los activos, son un ejemplo de una reducción condicional de pagos, esto es, las distribuciones de interés pueden ser reducidas, limitadas o diferidas en escenarios adversos de tasas de interés o escenarios de prepago. Límites WAC netos de temas relacionados con crédito, aparte de reducciones de pago relacionados con estándares de administración de préstamos establecidos (como las modificaciones de préstamos en dificultad en RMBS y CMBS de Estados Unidos) o reducciones limitadas de morosidades en algunas estructuras de RMBS en Estados Unidos. Cuando los mercados de bursatilización han evolucionado con los límites WAC netos o funciones similares como un estándar de mercado establecido (ej. en RMBS y CMBS de Estados Unidos), Fitch considera que las limitaciones de estas características son generalmente aceptadas y bien entendidas por los participantes del mercado, incluyendo los inversionistas.

En dichos casos, la opinión crediticia de Fitch no aborda la probabilidad de recibo de cualquier flujo de efectivo de interés que pueda exceder el límite WAC neto o características similares ni de que dichas características sean causa de la limitación de una calificación. Fitch esperaría que las consecuencias de estas características estén claramente explicadas en la documentación de la transacción y que no den lugar a ninguna reducción condicional en los pagos como consecuencia de asuntos relacionados con el crédito, tales como la reducción de los ingresos de los activos debido al incumplimiento de los deudores.

En contraste, en mercados de bursatilización o sectores en donde los límites WAC netos o características similares no han sido usados, cuando Fitch considera que el concepto no es familiar para los participantes del mercado y cuando Fitch considera que la posibilidad de inconsistencias entre las calificaciones en el sector puede surgir, Fitch pondrá a prueba la reducción condicional a través de flujos de caja del lado de los pasivos (por ejemplo en exceso

del límite WAC neto) en su análisis de calificación o considerará aplicar límites de calificación a los bonos sujetos a un límite WAC neto.

Calificaciones Sólo de Principal y Bonos de Principal Protegido

Ocasionalmente, Fitch asigna calificaciones que únicamente abordan el pago final del principal en o antes del vencimiento y no incluye una opinión de pago relacionado con la distribución de intereses. Esto será normalmente el caso cuando no hay un cupón especificado (por ejemplo bonos cero cupón) Fitch no asignará calificaciones sólo de principal cuando haya un cupón de interés para una nota.

Para bonos de principal protegido, el principal es normalmente protegido por un activo comprometido o por beneficios de una garantía del banco originador. Dicha protección estaría normalmente limitada a la calidad crediticia del garante y a los términos de la garantía. Además, Fitch puede considerar aplicar límites de calificación a ciertas bonos de principal protegido en donde la estructura de la transacción se considera muy compleja. Cualquier limitación de este tipo se especificará en la comunicación de calificación de Fitch.

Cupones de Interés Crecientes

Las transacciones FE incluyen en ocasiones arreglos de cupones de interés creciente o margen de interés creciente, que tienen como objetivo proporcionar un incentivo al originador o el tenedor de la serie de capital (*equity tranche*) para ejercer la opción de pago anticipado en una opción *clean-up* para la transacción. Normalmente dichos cupones crecientes son parte de un cupón definido y son pagados *pari passu* con la clase de nota dada y su impago en bonos sénior causaría un incumplimiento de pago. En su análisis Fitch asumirá que la opción de *clean-up* no es ejercida y por lo tanto el cupón del bono aumentará y los montos de interés incrementados son abordados en el análisis de Fitch.

En contraste, Fitch puede ser abordado con estructuras de transacción en donde el cupón creciente sería subordinado en la cascada de pago de la transacción (esto es, subordinado al bono de más baja calificada) y en donde el no-pago del cupón creciente no causaría un evento de incumplimiento para la transacción, de acuerdo con la documentación de la transacción. En dichos casos, Fitch considerará no tratar los pagos de interés crecientes subordinados en su opinión de calificación, dependiendo de las circunstancias.

Fitch esperará excluir dichos flujos de caja de su análisis de calificación cuando los mercados o sectores de bursatilización han evolucionado con esta característica subordinada siendo esta una convención de mercado establecida, cuando Fitch considera que los inversionistas no esperan recibir dichos flujos de caja y cuando ha habido una divulgación clara y prominente en la documentación de la transacción sobre su carácter subordinado y exclusión de eventos de incumplimiento. En dichos casos, Fitch considera que los inversionistas tendrán un mayor uso de una opinión de calificación que solo aborde los flujos de caja de interés y del principal que realmente esperan recibir. Cualquier limitación de ese tipo de la calificación será claramente especificada en el criterio de sector específico relevante y en la comunicación de calificación de Fitch.

Aplicación Práctica

Fitch considerará no asignar calificaciones cuando hay una mayor posibilidad de que la calificación sea malinterpretada, mal usada, o mal representada. Por lo tanto, las calificaciones asignadas a valores solo de interés (IO; *interest-only*) estarán directamente vinculadas al riesgo crediticio del bono o bonos referidos.

- IOs que hagan referencia a un solo bono serán calificados al mismo nivel del bono a la que hacen referencia;
- IOs que hagan referencia múltiples bonos serán calificados al nivel del bono referido más bajo cuyo interés pagadero tiene un impacto en los pagos IO; y
- IOs que sólo hagan referencia a: (i) bonos no calificadas; (ii) la estructura de capital completa donde la menor serie referenciada no está calificada; o (iii) series para las cuales no hay flujos de caja presentes actualmente o no habrán en el futuro, no recibirán calificaciones de Fitch.

En contraste, cuando dicha característica no haya sido usada en un subsector en particular en donde Fitch considera que la divulgación no es clara o cuando la posibilidad de que el inversionista la malentienda es alta, Fitch podría escoger incluir el cupón creciente en su opinión de calificación para favorecer la consistencia con base en las calificaciones de dicho subsector. Cuando los cupones crecientes se incluyen en una opinión de calificación, se incluirán en el análisis de flujo de caja de Fitch. En casos en donde el cupón creciente es pagado subordinado en la cascada de pagos de la transacción, la calificación se limitará por la probabilidad reducida de recibir este pago al nivel subordinado. Esto puede conducir a un límite de calificación en concordancia con el pago subordinado o hacer dichas bonos no calificables.

Además, Fitch no asignará calificaciones sólo de interés cuando existan flujos de caja de principal.

Calificaciones con Valor Crediticio Limitado

Anteriormente, se le ha solicitado a Fitch asignar calificaciones no tradicionales, sin o con sustancia crediticia limitada debido a los términos y condiciones definidos de los bonos en cuestión. Ejemplos son certificados de reembolso temprano de hipotecas, en donde los inversionistas recibirán distribuciones únicamente en la medida de que los pagos de reembolso temprano sean recibidos por el SPV. La calificación puede únicamente abordar las mecánicas de si la distribución de fondos del reembolso temprano tendrá lugar, pero no podrá expresar ninguna forma de opinión crediticia sobre la medida de dichos reembolsos. Dichas bonos estarían únicamente sujetas a acción de calificación como consecuencia de asuntos relacionados con los términos y condiciones definidos más que a cualquier opinión crediticia real. Por lo tanto, dicha calificación sería de valor limitado desde el punto de vista de crédito y no será asignada en ninguna categoría de calificación.

Como guía general, si Fitch no puede prever escenarios en donde las calificaciones de una nota puedan estar sujetas a acciones de calificación debido a asuntos crediticios, es muy probable que la calificación sea considerada carente de cualquier sustancia. En dichas situaciones, ninguna calificación de Fitch será asignada

Carencia de Sustancia Económica de la Transacción

Es práctica de Fitch no calificar transacciones que existen, en la opinión de la agencia, únicamente por consideraciones impositivas y/o contables, sin servir a un propósito económico fundamental. Si bien las consideraciones de impositivas y/o financieras son por lo regular uno de los varios factores motivantes para los emisores de transacciones de FE, dichas consideraciones serán generalmente complementarias a una motivación económica principal. En el caso que parezca que no hay sustancia económica para las estructuras, aparte de esquemas de evasión fiscal o de maquillaje contable, Fitch no calificará la transacción. Si bien la agencia puede no tener una razón para creer que dichas transacciones son ilegales de modo alguno, dichas estructuras no son compatibles con el fin e intención de las calificaciones de Fitch.

Exposición a Valor de Mercado Excesivo

Fitch generalmente no calificará transacciones FE con exposición material a riesgo de valor de mercado, pero su equipo de Fondos y Administradores de Activos pueden calificar ciertas estructuras de valor de mercado bajo la metodología "Closed-End Funds and Market Value Structures Rating Criteria".

Además, un límite de calificación podría ser aplicado a estructuras de transacción que: (a) dependan de la capacidad del administrador para lograr una renegociación de un préstamo o para liquidar un colateral de manera ordenada en los entornos más estresados y/o en un horizonte de tiempo muy limitado (por ejemplo al acercarse la transacción a su fecha de vencimiento final legal); (b) incluir activos con operaciones, precios e historia de liquidez limitadas; o (c) incluir activos con detonantes de valor de mercado abatidos en el cual la violación de un detonante predefinido (si bien normalmente establecido lejos de los niveles de mercado actuales) resultará en un incumplimiento de la transacción con por lo general recuperaciones nominales.

En la opinión de Fitch, estos ejemplos demuestran un nivel de riesgo hacia el final "tail-end" (o riesgo de eventos extremos) que es en especial con respecto a movimientos de precio de mercado es considerado ser incompatible con las calificaciones de grado alto de inversión.

Como consecuencia, las calificaciones son limitadas como cuestión de principio. Ningún nivel de información, protección crediticia, u otros mitigantes alcanzarán calificaciones más altas que el límite. A diferencia de la información de desempeño del activo, la información histórica con respecto a los movimientos de precio de mercado, podrían proporcionar un menor entendimiento sobre la trayectoria futura de los movimientos de precio.

El límite de calificación está mayormente determinado por las limitaciones de evaluar efectivamente las posibilidades de liquidación en los escenarios de riesgo excepcional (*tail-risk*). Para ciertos activos, los precios de liquidación forzosa en los escenarios más severos pueden ser tan bajos que no se les podría dar crédito en dicho entorno.

Dependencia Soberana

Los gobiernos soberanos y sus agentes pueden afectar el entorno operativo de entidades privadas y transacciones FE de muchas maneras. Si bien la industria de bursatilización ha desarrollado varias técnicas para mitigar estos efectos, Fitch cree que es en última instancia imposible eliminar por completo el riesgo de que los asuntos crediticios soberanos afecten el desempeño de una transacción de FE. Un nivel alto de riesgo de incumplimiento del soberano incrementa la posibilidad de que ocurran eventos extremos en un país y reduce la certidumbre de las proyecciones de desempeño de los activos de FE. Por esta razón, un límite de calificación se aplicará en ciertas circunstancias. La metodología "Structured Finance and Covered Bonds Country Risk Rating Criteria" aborda el riesgo soberano tanto en mercados desarrollados como emergentes, así como transacciones con estructuras de jurisdicción múltiple.

Incertidumbres Legales y Litigios Pendientes

Los límites de calificación también pueden ser aplicables cuando hay inquietudes sobre la solidez del marco legal que afecte a una clase de activo particular o una jurisdicción específica. Uno de los medios para evaluar esto es examinar la medida y materialidad de las reservas, cualificaciones y supuestos en las opiniones legales, que podrían debilitar las opiniones expresadas en ellas. El que un límite de calificación sea aplicable – y a qué nivel de calificación – será influenciado por la probabilidad de un evento legal, sujeto a reservas o cualificaciones. Cuando se obtiene una comodidad insuficiente respecto a los asuntos legales importantes, es poco probable que Fitch asigne una calificación a cualquier nivel.

Fitch también puede limitar sus calificaciones si la agencia espera que su habilidad para valorar el impacto de costos de la transacción y/o de flujos de caja tenga un impedimento material por un litigio pendiente afectando a las partes de la transacción.

Dependencia de Terceras Partes

Además de la dependencia soberana, del riesgo de contraparte y ciertas dependencias operacionales descritas anteriormente en el reporte, hay situaciones en donde el desempeño de la transacción FE puede depender en un grado sustancial en el continuo desempeño de una tercera parte (por ejemplo, el originador, vendedor u otro). Esto puede resultar en una exposición crediticia material a esa tercera parte o dar dependencia operacional si esa tercera parte realiza funciones cruciales que pueden no ser reemplazables y que son fundamentales para el desempeño de la transacción.

En dichos casos, la calificación puede ser limitada al nivel relativo a la tercera parte o a cierto nivel por encima de la calificación del originador. Ejemplos incluyen, pero no están limitados a, el caso en donde un porcentaje significativo del portafolio está compuesto préstamos a empleados relacionados con un originador. Otro ejemplo sería cuando la venta cierta o una clara segregación de los activos no se puede alcanzar o donde no hay una clara certeza legal de que tal segregación de activos es efectiva, ausente de cualquier mitigante estructural.

Límites de calificación también pueden aplicar cuando hay una dependencia sustancial en las operaciones en curso del originador. Este es el caso en transacciones de flujos futuros, las cuales bursatilizan los flujos de caja que se generan de una línea de negocios específica de un banco o una compañía que produce bienes o servicios para deudores (extranjeros). Fitch evalúa el riesgo a través de una puntuación de evaluación de negocio en marcha, que permite una calificación entre cero y seis niveles por encima la IDR en moneda local del originador (para más detalles, referirse a la Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros).

Esto también aplicará para transacciones revolventes, en donde hay dudas acerca del originador manteniendo la misma calidad de estándares de originación o asegurando la integridad de la información.

Incentivos de las Partes de la Transacción

De manera ideal, los incentivos de las partes de la transacción están alineados con los intereses de los inversionistas. Sin embargo, esto no siempre es el caso y algunos desajustes de intereses o incentivos pueden ser tan materiales que un límite de calificación aplicaría o las calificaciones no serían alcanzables a ningún nivel. Por ejemplo, especialmente para originadores que están de alguna manera en estrés financiero (como puede indicarse por una baja calificación), un análisis de la estructura de incentivos del originador y de cualquier dependencia de contraparte es requerido. Esto también podría ser el caso cuando la estructura de la transacción aumenta el riesgo de desajustes de intereses o incentivos entre varias partes relevantes de la transacción [Para más detalle, ver la subsección "Riesgo Moral" en el "Apéndice 5: Bursatilizaciones Sintéticas"].

Los emisores también pueden algunas veces buscar incluir disposiciones en las transacciones que permitan la opcionalidad de parte del originador u otras contrapartes. Cómo podrían comportarse las contrapartes de la transacción FE al ejercer dichas provisiones de opcionalidad es una consideración al asignar calificaciones a transacciones de FE. Cuando una acción específica de una contraparte (aparte del inversionista(s) podría llevar a un deterioro importante del bono, Fitch no podría calificar la transacción en ningún nivel. Ejemplos de esta situación serían: (a) la opción de un originador de repagar los bonos de la transacción (o recomprar todos los activos) a un precio que podría resultar en una pérdida ya sea de interés o de principal para los inversionistas o (b) la capacidad para amortizar los bonos a cualquier nivel escogido por el originador, con esto posiblemente alterando la posición de protección crediticia en la estructura.

Apéndice 5: Bursatilizaciones Sintéticas

Las bursatilizaciones sintéticas (en contraposición a las bursatilizaciones de venta real) son transacciones que hacen referencia al desempeño de una cartera de activos a través de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS; *credit default swaps*), garantías o instrumentos similares, y no implican la venta real ni cualquier otra forma de transferencia de activos.

El riesgo del portafolio de referencia lo transfiere un originador/tenedor de activos/comprador de la protección (que llamaremos comprador de la protección) a un inversionista/vendedor de la protección (que llamaremos vendedor de la protección), quién tiene la obligación de realizar pagos de protección al comprador de la protección en caso de ciertos “eventos de crédito” [consulte la subsección “Evaluación de Eventos de Crédito y Pagos de Protección” en la sección de “Análisis de Crédito”] en el portafolio de referencia. El vendedor de la protección recibe a cambio un pago periódico o por adelantado (prima) de parte del comprador de la protección.

Con Financiamiento frente a sin Financiamiento

En estructuras sintéticas con financiamiento completo típico, el vendedor de la protección es un SPV que tiene financiamiento al vender bonos que generan intereses a inversionistas, quienes, en última instancia, tienen el riesgo crediticio del portafolio de referencia.

El efectivo anticipado por los inversionistas se deposita en una cuenta del SPV y puede invertirse para minimizar el costo de mantener efectivo [consulte la subsección “Activos Gravados en Estructuras Financiadas” en la sección “Análisis de Calificación”]. Estos depósitos son la garantía de las obligaciones del SPV con el comprador de la protección, y para sus obligaciones de pagar el capital de sus bonos (que, generalmente, se pagan cuando el portafolio de referencia se amortiza y la protección ya no se aplica al monto amortizado).

El SPV utiliza la prima pagada por el comprador de la protección y cualquier interés obtenido de sus depósitos o inversiones para pagar el interés de los bonos. Si el comprador de la protección no paga la prima, la transacción se termina de manera automática y el SPV devuelve los fondos depositados a los inversionistas.

El comprador de la protección presenta una reclamación al SPV cuando un activo en el portafolio de referencia ha sufrido un evento de crédito. El SPV cumple con la reclamación del comprador de la protección usando los fondos depositados. En algunas transacciones, la reclamación del comprador de la protección al SPV puede limitarse al monto de los pagos de la protección que supere el límite especificado en la documentación de la transacción. Por ejemplo, los pagos de la protección contra pérdidas de préstamos afectados por un evento de crédito pueden limitarse al monto acumulado de las pérdidas de los préstamos que superen un porcentaje del portafolio de referencia.

En la fecha de vencimiento de los bonos, los inversionistas recibirán un pago de capital correspondiente al efectivo pagado para comprar los bonos menos los pagos realizados por el SPV para cubrir los eventos de crédito menos los montos pagados para amortizar los bonos durante la vida de la transacción.

Fitch considera como tipos particulares de estructuras financiadas a las transacciones sintéticas en las que los bonos son emitidos directamente por el comprador de la protección y, por lo tanto, el efectivo anticipado por los inversionistas no se mantiene en una cuenta del SPV. Por ejemplo, este es el caso de transacciones anteriores de transferencia de riesgo-crédito (CRT; *credit-risk-transfer*) de EE. UU. y ciertas transacciones EE. UU. de transferencia de riesgo en balance.

Las transacciones no financiadas no implican la emisión de bonos y los inversionistas toman el rol de vendedor de la protección mediante CDS, garantías (o instrumentos similares no financiados) que celebran con el comprador de la protección.

Las transacciones sintéticas parcialmente financiadas incluyen una combinación de los tipos de estructuras no financiadas y financiadas.

Balance frente a Arbitraje

Las bursatilizaciones de balance difieren de las transacciones de arbitraje, porque involucran activos que se encuentran en el balance del comprador de la protección. El objetivo del

comprador de la protección es principalmente la transferencia del riesgo y, eventualmente, la reducción de capital relacionado del portafolio.

En una transacción de arbitraje, el comprador de la protección tiene como fin obtener un margen de interés a través de la entrega de perfiles personalizados de riesgo/retorno a los inversionistas. Estos se logran mediante la suscripción de CDS sobre activos de referencia que no necesariamente están en el balance del comprador de la protección (CDS en descubierto) y, por lo tanto, no refleja la exposición al riesgo del comprador de la protección ni el negocio en general.

Análisis de Calificación

Cuando califica estructuras sintéticas financiadas, Fitch expresa una opinión sobre la probabilidad de incumplimiento del pago de interés y de capital adeudado según los términos de los bonos emitidos por el SPV.

Cuando las calificaciones se asignan a CDS o garantías (o instrumentos similares sin financiamiento), estas abordan la probabilidad de que el comprador de la protección realice una reclamación así como la probabilidad de que el vendedor de la protección reciba la prima durante el período de protección crediticia (es decir, hasta el vencimiento de la transacción o hasta el punto de terminación anticipada). Para evitar dudas, las calificaciones no representan una calificación de contraparte sobre el vendedor de la protección ni su capacidad financiera para satisfacer reclamaciones por eventos de crédito.

Para las transacciones que dependen de CDS de “asentamiento físico” o de acuerdos similares en los que la reclamación del comprador de la protección consiste en el valor par de los activos en incumplimiento (contrario a la pérdida en el activo) y desencadena la entrega de los activos en incumplimiento a los inversionistas (directamente o a través del SPV), las calificaciones de Fitch indican la adecuación de la mejora crediticia disponible frente al riesgo de incumplimiento de los activos, es decir, el “riesgo de los activos siendo entregados a los inversionistas”.

Evaluación de Eventos de Crédito y Pagos de Protección

Los eventos de crédito y los pagos de protección relacionados tienden a estar conectados con el concepto de “pérdida del activo”, pero sus definiciones varían según las transacciones, los tipos de activos y las jurisdicciones.

El punto de partida del análisis de calificación de Fitch es la metodología específica del sector aplicable al portafolio de referencia. Dado que las definiciones de eventos de crédito y de pagos de protección que derivan de estos son heterogéneas, Fitch considerará cualquier diferencia entre las definiciones de la transacción y las variables analizadas por la metodología del sector y ajustará su análisis para dar cuenta de las diferencias materiales.

Por ejemplo, la mayoría de las metodologías de Fitch evalúan las pérdidas de activos finales (la pérdida de activos en incumplimiento una vez se haya completado la renegociación), mientras que las definiciones de eventos de crédito y de pagos de protección relacionados pueden incluir diferentes designaciones de pérdidas, por ejemplo, mediante la inclusión de la reestructuración de los activos como pérdidas o un período de mora diferente que el utilizado en la metodología de Fitch sobre incumplimiento.

Otra diferencia común es que la metodología de Fitch, en general, evalúa las pérdidas finales durante toda la vida del portafolio, mientras que el plazo de una transacción sintética puede ser más corto que la de su portafolio de referencia. En estos casos, Fitch puede ajustar sus supuestos de metodologías específicas del sector para reflejar el horizonte de riesgo más corto. Esto puede incluir la reducción de la “expectativa de pérdida durante el tiempo de vida” del portafolio y la aplicación de distribuciones de incumplimiento que no necesariamente coincidan con las detalladas en la metodología específica del sector de referencia.

Cuando no se revele en la metodología específica del sector, Fitch divulgará los ajustes de los supuestos analíticos en el reporte de las transacción. Estos ajustes conllevarán una variación en la metodología específica del sector.

Riesgo Moral

La asimetría de la información y los intereses económicos opuestos del comprador de la protección y el vendedor de la protección pueden generar cuestiones de riesgo moral. Fitch no asignará calificaciones a transacciones en los que considere que los riesgos morales no están mitigados adecuadamente.

Las cuestiones de riesgo moral pueden abordarse en gran medida mediante la designación, al cierre, de un tercero independiente de buena reputación que supervise los riesgos que se detallan a continuación.

Entre otros mitigantes del riesgo moral se incluyen los siguientes:

- La alineación de los eventos de crédito y de los pagos de protección que deriven de estos con las prácticas comerciales del comprador de la protección;
- Definiciones claramente documentadas de eventos de crédito y de los pagos de protección relacionados, con un grado limitado de libertad para el administrador. En este contexto, Fitch cree que es poco probable que los eventos de crédito que dependen de las disposiciones regulatorias puedan dar lugar a cuestiones de riesgo moral importantes;
- Procesos objetivos y transparentes para verificar la elegibilidad de los activos, identificando eventos de crédito y cuantificando los pagos de protección relacionados;
- Proceso de administración homogéneo que no permita que los empleados del administrador distingan entre activos protegidos y no protegidos;
- Informes completos y verificables de administración;
- Auditoría de datos independiente o muestra de debida diligencia al cierre;
- Supervisión regulatoria y reputación del comprador de la protección.

Definición de Evento de Crédito y Elegibilidad de Reclamación

Fitch considera que el riesgo moral es menos pronunciado cuando los eventos de crédito y los pagos de protección relacionados están alineados con las prácticas comerciales del comprador de la protección. Por ejemplo, esto es cuando el pago de un evento de crédito se define como la "pérdida del activo" y dicha pérdida del activo coincide con la pérdida real al final de la renegociación de la deuda o con las prácticas contables del comprador de la protección para asentar las pérdidas.

Algunas transacciones suponen una pérdida dado el incumplimiento fija, es decir, el comprador de la protección puede hacer una reclamación fija por el incumplimiento de un activo, independientemente del resultado de la renegociación. En opinión de Fitch, esta característica por sí sola no elimina el riesgo moral, ya que el comprador de la protección/administrador puede aprovechar la asimetría de la información y negociar una reclamación fija más alta que la pérdida dada el incumplimiento que espera en los activos, lo que distorsiona sus incentivos en la gestión de eventos de crédito.

En ausencia de mitigantes adecuados, como una auditoría de datos independiente, una muestra de debida diligencia al cierre o una verificación de terceros después de un evento de crédito, también pueden surgir cuestiones de riesgo moral cuando es solamente el comprador de la protección el que evalúa la elegibilidad de los activos para la protección.

Administración

Por lo general, los acuerdos de administración de las bursatilizaciones sintéticas limitan la capacidad de los inversionistas de influir en la administración y de tomar medidas en caso de un mal desempeño de la administración (es decir, una administración ineficiente o sesgada), ya que, entre otras cosas, normalmente no prevén la sustitución del administrador.

Este riesgo es especialmente prominente si el portafolio de referencia se compone de pocos activos grandes o complejos, como CMBS sintéticos, en los que el comprador de la protección retiene ciertos derechos como prestamista oficial (por ejemplo, el derecho de designar a un administrador) que en una transacción de venta real se transferiría a los inversionistas como "coprestamistas oficiales". En los casos en que el comprador de la protección tenga tal posición

privilegiada, Fitch no considerará la reputación del comprador de la protección ni la posición destacada/la visibilidad de la transacción como un mitigante del riesgo moral.

Riesgo de Selección Adversa

Fitch no asignará calificaciones a las transacciones cuando crea que hay una selección adversa que no se puede incorporar adecuadamente en su análisis.

El riesgo de selección adversa es menos probable en transacciones de balance que en transacciones de arbitraje si el portafolio de referencia se compone de activos seleccionados al azar que pertenecen al negocio principal del comprador de la protección, dado que es probable que el desempeño del portafolio de referencia imite el desempeño del portafolio restante del comprador de la protección.

Sin embargo, tal cual en transacciones de venta real, también, puede haber selección adversa en transacciones de balance. Por ejemplo, la selección adversa puede ser importante cuando el portafolio de referencia incluye activos originados o adquiridos con el único objetivo de transferir su riesgo mediante la bursatilización, cuando la transacción es parte de una estrategia de salida o, más en general, cuando el portafolio refleja solo un nicho o negocio marginal para el prestamista.

Incumplimiento del Comprador de la Protección

Por lo general, si el comprador de la protección no paga el monto de la prima de protección, esto se traduce en una terminación anticipada del período de protección de crédito de la transacción. En las estructuras financiadas, el SPV canjeará los bonos utilizando los ingresos de los activos gravados [consulte la subsección “Activos Gravados en Estructuras Financiadas” en esta misma sección]. No obstante, los inversionistas siguen expuestos al riesgo de no recibir sus pagos de intereses, lo que típicamente depende de los pagos de primas u otras obligaciones del comprador de la protección.

Cuando los pagos de intereses a los tenedores de los bonos dependen de los pagos de primas u otras obligaciones del comprador de la protección, Fitch limitará sus calificaciones en la calificación del comprador de la protección, a menos que se mitigue el riesgo de contraparte resultante.

En algunas transacciones financiadas, el riesgo se mitiga colateralizando la exposición al comprador de la protección (por ejemplo, fondos de reserva o pagos de primas anticipadas). Por lo general, el colateral cubre los pagos de intereses adeudados a los tenedores de bonos durante el siguiente período de pago, así como el tiempo necesario para terminar la transacción de forma anticipada en caso de incumplimiento del comprador de la protección y canjear los bonos.

En las transacciones no financiadas, la exposición al comprador de la protección, a menudo, se mitiga haciendo que los pagos del vendedor de la protección sean condicionados a la recepción de la prima.

La potencial exposición al comprador de la protección en las transacciones sintéticas contemplando una “estructura de pago en dos etapas” se describe en la sección “Pagos en Dos Etapas, Diferimiento de Bonos y Reducción Condicional de Intereses”.

Cuando la exposición al comprador de la protección es tan significativa que no se puede mitigar, Fitch limitará las calificaciones a la calificación del comprador de la protección. Por ejemplo, esto sucede con aquellas transacciones en las que el comprador de la protección es el emisor de los bonos y el pago de los bonos es una obligación general sin garantía del comprador de la protección (es decir, no colateralizado por activos gravados).

Activos Gravados en Estructuras Financiadas

Las transacciones financiadas se exponen al riesgo de perder dinero cuando hay incumplimiento en el banco o las inversiones de la cuenta del SPV. Cuando los fondos se invierten en valores, también están expuestos al riesgo de valor de mercado si los valores se deben liquidar antes del vencimiento.

Fitch analizará estos riesgos y aplicará restricciones de calificación de acuerdo con las secciones “Bienes Gravados y Dependencia Excesiva de Contraparte Directa” en la “Metodología de Calificación de Contraparte de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” de Fitch.

Pagos por Terminación

La terminación anticipada del CDS (o de la garantía financiera) después del incumplimiento del comprador de la protección puede derivar en costos de terminación anticipada adeudados por el vendedor de la protección al comprador de la protección. Fitch puede asignar calificaciones más altas que la calificación del comprador de la protección solamente:

- En transacciones financiadas y no financiadas, en las que no se adeuden costos de terminación anticipada al comprador de la protección bajo los términos de la documentación.
- En transacciones financiadas y no financiadas, en las que el riesgo de costos de terminación preferentes para el comprador de la protección se puedan cuantificar con anticipación y considerar en el análisis de Fitch.
- En las transacciones financiadas en las que el pago de los costos de terminación anticipada al comprador de la protección esté subordinado al pago de los bonos y exista la tranquilidad legal suficiente de que las disposiciones pertinentes de la transacción sean ejecutables.

Para obtener información más detallada, consulte la “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos”.

En presencia de otros eventos de terminación anticipada que puedan derivar en costos de terminación preferentes, pero que no estén relacionados con el incumplimiento del comprador de la protección, Fitch asignará una calificación solamente si dichos costos son cuantificables al inicio o si se consideran suficientemente remotos para el escenario de calificación correspondiente. Para evitar dudas, los eventos de terminación en relación con el incumplimiento del vendedor de la protección quedan fuera del alcance de la calificación.

Características Estructurales y Modelación de Flujo de Caja

Generalmente, la mejora crediticia en transacciones sintéticas consiste en la subordinación o exceso de margen (XS; *excess spread*) sintético, que se define como cualquier componente positivo o negativo o ajuste en los eventos de crédito que no se pueden evaluar si se consideran únicamente las pérdidas de activos de referencia.

Por ejemplo, una transacción puede disponer que los pagos de protección adeudados por el vendedor de la protección se reduzcan en un porcentaje predefinido del portafolio de referencia vigente en el periodo de referencia u otras formas de exceso de margen sintético (XS sintético).

Fitch analizará los pagos de la transacción en un modelo de flujo de caja solo cuando puedan ser perjudiciales o beneficiosos para la calificación crediticia pertinente. Por ejemplo, esto puede ser el caso en el que el XS sintético actúa como primera capa de protección o estructuras con definiciones de eventos de crédito complejas, estructuras complicadas de amortización o flujos de pago complejos.

En tales casos, Fitch analizará la transacción mediante un modelo financiero, el cual puede obtenerse a partir de los usados para las transacciones de venta real de la clase de activos correspondiente.

Según la estructura, es posible que los supuestos de modelación pertinente (por ejemplo, distribuciones de incumplimiento, márgenes de activos, tasa de prepago) no coincidan con los de la metodología específica del sector de referencia. Por ejemplo, Fitch puede aplicar distribuciones de incumplimiento específicas en situaciones en las que las calificaciones se beneficien del XS sintético o cuando el XS sintético esté particularmente estructurado para contrarrestar las presiones aplicables a las transacciones de venta real. En este último caso, Fitch también puede declinar calificar la transacción o puede aplicar un límite de calificación.

Pagos en Dos Etapas, Diferimiento de Bonos y Reducción Condicional de Intereses

En una estructura de pagos de dos etapas, aunque la reclamación final del comprador de la protección al vendedor de la protección se define como la pérdida final de activos (la pérdida de activos en incumplimiento una vez que se ha completado la renegociación), el vendedor de la protección primero deberá financiar previamente un porcentaje determinado de una exposición en incumplimiento (la pérdida estimada en virtud de la documentación o la pérdida de la primera etapa) cuando se entrega una notificación de activo en incumplimiento.

En la segunda etapa, la reclamación final contra el vendedor de la protección se determina mediante la evaluación de la pérdida actual sobre la exposición incumplida (la pérdida final). Si la pérdida final supera la pérdida de la primera etapa, el vendedor de la protección transferirá fondos adicionales al comprador de la protección. Si la pérdida en la primera etapa supera la pérdida final, el comprador de la protección devolverá el excedente, más el interés (en algunas estructuras), al vendedor de la protección.

Las calificaciones de Fitch para estas estructuras abordan la probabilidad de que se realice una reclamación final (es decir, pagos al final de la segunda etapa) en lugar de que se lleve a cabo una reclamación de pre fondeo (es decir, pagos al final de la primera etapa). Sin embargo, las calificaciones pueden estar restringidas por los riesgos adicionales que surgen de los pagos de la primera etapa, en específico, la exposición de contraparte al comprador de la protección, el riesgo de pérdida de intereses/primas y el riesgo de diferimiento de intereses/primas:

- Si Fitch espera que el comprador de la protección tenga que devolver pagos al vendedor de la protección en un escenario de calificación específico (es decir, si la pérdida que Fitch asocia con un escenario de calificación específico es menor que la pérdida de la primera etapa), el riesgo de contraparte resultante restringirá las calificaciones a la calificación del comprador de la protección en ausencia de mitigantes adecuados (por ejemplo, una colateralización anticipada de la exposición al comprador de la protección o mejora crediticia adicional).
- La acumulación de notificaciones de activo en incumplimiento (es decir, pagos en la primera etapa) puede exceder la mejora crediticia disponible y derivar en una reducción del monto del notional sobre el cual se calculan los intereses/la prima del vendedor de la protección (en estructuras financiadas: el saldo de los bonos). Si la pérdida de interés resultante es compensada en el pago de la segunda etapa, la compensación será parte de la evaluación de la exposición al comprador de la protección que se analizó en el punto anterior. Si no se subsana la pérdida de interés en el pago de la segunda etapa, Fitch considerará esto como una reducción condicional de los intereses que limitará las calificaciones [*consulte el "Apéndice 4: Reducción Condicional del Interés y/o Principal"*]. En otras palabras, Fitch asignará una calificación determinada solo si, en el escenario de calificación correspondiente, esta no espera una reducción de interés/prima por operación de los pagos de la primera etapa.
- Independientemente de la presencia de mitigantes, estas estructuras pueden alcanzar una calificación de AAAsf o superior solo si Fitch considera que el riesgo de diferimiento de interés es remoto [*consulte la sección de "Diferimiento de Intereses de los Bonos" en el "Apéndice 4: Límites y Restricciones de Calificación"*].

En el momento de evaluar la exposición del comprador de la protección en función de una estructura de pago de dos etapas, Fitch puede considerar diferentes supuestos que los incluidos en la metodología específica del sector correspondiente.

Dado que la traducción de esta metodología aplica a nivel regional en Latinoamérica, los decimales se indican con punto y los millares con coma para efectos de estandarización de separadores nominales. Además, se usa la palabra "clasificación" en lugar de "clasificación", así como "bursatilización" en lugar de "titularización" o "securitización", términos cuyo uso depende del país.

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en www.fitchratings.com bajo el apartado de Definiciones de Calificación. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1,000 a USD 750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todo o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 10,000 y USD 1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".

Derechos de autor © 2024 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.