Criterio de Calificación de Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios - Colombia

Metodología Sectorial

Este informe es una traducción del reporte titulado "*Colombian Commercial Real Estate Backed Equity Rating Securitizations*", publicado el 4 de febrero de 2013.

Criterios Relacionados

"Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas". Junio 6, 2012.

Analistas

María Paula Moreno
+57 1 326-9999 ext 1210
maria.moreno@fitchratings.com

Greg Kabance
+1 312 368-2052
greg.kabance@fitchratings.com

Alcance

Este informe describe los factores específicos abordados en el análisis que hace Fitch Ratings de los instrumentos de renta variable respaldados por propiedades comerciales en Colombia. Los supuestos publicados en el presente criterio se utilizarán para calificar titularizaciones participativas respaldadas por estos activos, tanto nuevas como existentes, en escala nacional, las cuales se encuentran descritas en el Libro 22 del Decreto 2555 de 2010. No se espera que los nuevos supuestos publicados resulten en acciones de calificación para las transacciones existentes. Para una descripción de las definiciones de las calificaciones y de la escala en general, específica tanto al país como a la clase de activos, favor referirse al Anexo A.

Las titularizaciones participativas respaldadas por propiedades comerciales colombianas no se comprometen al pago de intereses o de capital. Los inversionistas de estas transacciones tienen el derecho de recibir en forma periódica todos los flujos netos derivados de a) los arrendamientos de estas propiedades; y b) los rendimientos financieros generados por la liquidez dentro del vehículo de propósito especial (*special purpose vehicle*, o SPV). Además, si un activo dentro del SPV es vendido, los inversionistas reciben los ingresos netos por esta venta, exponiéndolos a la apreciación o depreciación del valor de mercado de estas propiedades. Las calificaciones abordan la capacidad relativa de preservar el capital y proveer un rendimiento estable en una escala que es específica a esta clase de activos.

Principales Factores de Calificación

Estructura Legal: La característica distintiva de estas transacciones es el aislamiento, o "desvinculación", de un portafolio de activos subyacente del riesgo crediticio del originador de estos activos. El objetivo es que el principal riesgo de la transacción se relacione con el riesgo del portafolio de activos en sí y no con el riesgo crediticio idiosincrásico del originador.

Revisión del Administrador Inmobiliario: Fitch revisa los antecedentes del administrador inmobiliario para determinar su experiencia y conocimiento del mercado., Además, analiza su estabilidad financiera, para detectar cualquier posible impacto sobre futuros arrendamientos y en el mantenimiento de las propiedades. Otros factores importantes que se consideran son la filosofía de operación y la estrategia de la compañía.

Calidad y Características de los Activos: Las características de los activos son determinantes en el análisis. Se esperan atributos más fuertes para cada uno de los factores analizados en cada categoría de calificación subsiguiente, lo que significa que los instrumentos calificados en las categorías más altas (es decir, 'i AAA(col)' y 'i AA(col)') deberían proveer una mayor estabilidad en los rendimientos. Con el fin de formar una opinión sobre la estabilidad y predictibilidad de la generación de ingresos de los activos subyacentes, Fitch usa el Ingreso Operacional Neto (*Net Operating Income*, o NOI) como un indicador clave.

Diversificación del Portafolio: Una transacción respaldada por un gran número de activos podría significar un riesgo más bajo, debido a que cada activo representa sólo una pequeña fracción de las inversiones totales de la compañía. Además, la diversificación geográfica y de los arrendatarios ayuda a mitigar los efectos de una desaceleración económica dentro de una región o industria en particular.

Seguimiento: Una vez que Fitch asigna una calificación, monitorea el desempeño de la transacción a través del proceso de seguimiento de la agencia hasta que los títulos hayan sido completamente amortizados o la calificación haya sido retirada. La estabilidad y predictibilidad de los rendimientos generados mediante la apreciación del valor de mercado y la generación de ingresos de los activos subyacentes es revisada con el fin de formular una opinión.

Estructura Legal

La característica distintiva de una operación de SF es el aislamiento, o "desvinculación", de un activo subyacente del riesgo crediticio corporativo del propietario original, u "originador", de estos activos. El objetivo es que el riesgo crediticio principal de la transacción se relacione con el riesgo de los activos en sí y no con el riesgo crediticio del originador. En SF esto típicamente se logra mediante la venta de un portafolio de activos identificable y específico del originador, ya sea directa o indirectamente, a un SPV de modo que ni los activos ni sus ingresos se consoliden como parte de los activos del originador/vendedor en caso de un proceso de insolvencia.

Los documentos de constitución del SPV, los documentos relacionados con la transacción y las opiniones legales asociadas son clave para evaluar el alcance de la separación de los activos con respecto al riesgo de quiebra del originador y la solidez de la estructura de una transacción en particular y, en consecuencia, si la transacción funcionará según lo previsto.

Los analistas de Fitch revisarán los documentos relevantes de la transacción con el fin de determinar si estos reflejan la transacción y su estructura como se ha presentado a Fitch. Los analistas pueden hacer preguntas acerca del contenido de estos documentos o explicar el impacto sobre el análisis de la calificación de ciertas provisiones incluidas en los mismos. Sin embargo, los analistas no realizarán propuestas ni recomendaciones relacionadas con la estructuración de los productos de SF que Fitch califica, ni respecto al contenido de los documentos de la transacción.

Fitch espera recibir copias de las opiniones legales emitidas por los abogados relacionados con la transacción, pertinentes a las leyes de la jurisdicción donde se han incorporado cada uno de los SPV relevantes y de las otras partes relacionadas con la transacción; las leyes que rigen los documentos de la transacción; y aquellas que regulan los activos (lo que considerará cuán ejecutable es la venta de activos).

Revisión del Administrador Inmobiliario

Fitch revisa los antecedentes del administrador inmobiliario con el fin de determinar su experiencia y conocimiento del mercado y de la clase de activos, además de analizar su estabilidad financiera, para detectar cualquier posible impacto que esto podría tener sobre la actividad de futuros arrendamientos y en el mantenimiento de las propiedades. Se realiza una revisión de la estructura organizacional, de la experiencia y tolerancia de riesgo de la gerencia, de las estrategias de inversión y operacionales, y del acceso a capital de cada compañía. Se solicita información sobre los años de experiencia de la compañía y de los principales funcionarios en el tipo de propiedades y de mercado en cuestión; los años que la gerencia de alto nivel haya trabajado como equipo; el grado de especialización de la gerencia; y el número de unidades o los metros cuadrados administrados.

Fitch toma en cuenta la experiencia de la organización como una compañía de administración de propiedades y considera en forma favorable a aquellos administradores de propiedades que pueden demostrar un historial de varios años que incluye al menos un ciclo de mercado

completo, habiendo desarrollado durante ese tiempo de manera controlada un buen conocimiento y una propuesta de negocios sostenible. Los factores analizados incluyen los años dentro del negocio, así como la evolución que haya tenido la capacidad de acumular activos de bienes raíces y de desarrollar una base de clientes y productos. En esencia, la evaluación trata de entender cómo calza la estructura organizacional de la compañía con sus negocios y sus objetivos de inversión y administración de riesgo.

Fitch cree que un buen nivel de independencia, junto con buenas prácticas de gobierno corporativo, ayuda a evitar los conflictos de interés y de asegurar una organización y operaciones eficientes para proveer servicios de administración de inversiones a los inversionistas. El gobierno corporativo – los controles efectivos para asegurar políticas y procedimientos sólidos que se relacionan con la eficacia e independencia de los directivos, la compensación de los ejecutivos, las transacciones con partes relacionadas y la integridad de la contabilidad y los auditores – funciona como una consideración asimétrica. Cuando se considera adecuado o fuerte, el gobierno corporativo generalmente tiene un impacto mínimo o inexistente sobre la calificación, es decir, no es un factor incremental positivo dentro del cálculo de la calificación. Sin embargo, cuando se observa una deficiencia que podría reducir la protección de los tenedores de títulos, esta consideración puede tener un impacto negativo sobre la calificación asignada. Al analizar el gobierno corporativo, Fitch aplica “Evaluación del Gobierno Corporativo”, con fecha 13 de diciembre, 2011, disponible en el sitio Web de Fitch en www.fitchratings.com.

En un negocio basado en personas como es el de la administración de inversiones inmobiliarias, la eficiencia y confiabilidad de los procesos en todos los niveles de la organización dependen en gran medida de la eficacia de la configuración organizacional del equipo así como de la competencia y experiencia de cada persona involucrada. La evaluación que hace Fitch del recurso humano se basa en medidas objetivas discernibles mediante un estudio de los antecedentes de la gerencia y del personal, tanto en forma individual como en forma colectiva. Específicamente, la agencia hace una evaluación basada en la experiencia relevante, los años con la compañía, en forma individual así como en equipo, y la experiencia previa.

Calidad y Características de los Activos

El análisis del portafolio de propiedades en estas transacciones se centra en una revisión de la calidad y las características de los activos que componen el portafolio. Se esperan atributos más fuertes para cada factor analizado en cada categoría de calificación subsiguiente, lo que significa que los instrumentos calificados en las categorías más altas (es decir, 'i AAA(col)' y 'i AA(col)') deberían proveer una mayor estabilidad en los rendimientos.

Fitch revisa los siguientes factores cuando analiza esto:

- **Ubicación**: una ubicación estratégica puede atraer arrendatarios de mejor calidad y retener un mayor valor con el paso del tiempo. Fitch toma en cuenta que la ubicación sea acorde al perfil de activos/arrendatarios del portafolio.
- **Mercados**: Fitch revisa el barrio, la economía, la demografía, la posición, y los competidores en el mercado, utilizando datos estadísticos de terceras partes para comparar el desempeño de las propiedades dentro de un mercado específico con las tendencias que existen dentro de este mercado.

- **Entorno:** Planes y potencial de inversión de las propiedades, facilidades, accesos a estacionamientos, medidas de seguridad, además de las características de los servicios son factores considerados en esta categoría.
- **Características del Edificio**: En sus visitas a las propiedades, Fitch revisa la calidad de la construcción, del área común y del interior, así como la existencia de vacancias visibles o mantenimiento diferido.
- **Versatilidad:** Fitch revisa la flexibilidad de la propiedad para acomodar cualquier tipo de uso alternativo.
- **Cronograma de Vencimiento de los Arrendamientos:** La renovación en los contratos de arrendamiento puede presionar el flujo de caja si se concentra en un período corto y cuando los cánones de mercado son inferiores a los cánones vigentes. El riesgo se acentúa en propiedades diseñadas especialmente para un arrendatario en particular. Un cronograma de vencimiento relativamente uniforme reduce el riesgo de que un número sustancial de contratos de arrendamiento venza en un momento desfavorable del ciclo del mercado inmobiliario. Cuando el entorno es más desafiante, la compañía podría verse obligada a incurrir en costos más altos mediante mejoras para el arrendatario y el pago de comisiones de arrendamiento, y podría verse forzada a renovar los contratos de arrendamiento a tarifas más bajas, lo cual reduciría el flujo de caja.
- **Tasa de Renovación de Contratos:** Fitch examina el porcentaje de contratos que se renuevan al vencimiento para determinar la demanda por un portafolio específico.
- **Duración de los Contratos de Arrendamiento:** Fitch considera la duración de los contratos de arrendamiento, la cual influye sobre la predictibilidad de los flujos de caja. Con todo lo demás igual, un portafolio con una duración promedio más larga en los contratos de arrendamiento cuenta con flujos de caja más estables que un portafolio con una duración promedio más corta en los contratos de arrendamiento.
- **Tasa de Renovación de los Contratos de Arrendamiento**: Para los espacios renovados o los contratos de arrendamiento nuevos, Fitch compara los nuevos cánones por metro cuadrado con el canon por metro cuadrado cercano a vencerse para estimar la demanda de los arrendatarios y los cánones actuales de mercado.
- **Perfil del Arrendatario**: Fitch analiza la base de arrendatarios para entender el riesgo de exposición a arrendatarios individuales. Si existen exposiciones significativas, Fitch examina a fondo la calidad crediticia del arrendatario en cuestión. Arrendatarios fuertes y de largo plazo aumentan la estabilidad del flujo de caja de la propiedad. Por otro lado, el flujo de caja generado por arrendatarios que tienen una calidad crediticia más incierta o desconocida, se considera menos estable.

En el caso de un portafolio de inmuebles revolvente, Fitch pondrá más énfasis en la calidad de la administración y los criterios de elegibilidad de los activos en relación con las características previas y de los criterios de diversificación de la cartera de activos.

Atributos Relacionados con la Calidad y Características de los Activos

Calificaciones más altas típicamente se asocian con transacciones respaldas por portafolios de activos que demuestran predominantemente atributos más fuertes o de mediana fortaleza.

Fitch presenta los siguientes ejemplos de atributos hipotéticos de portafolios de activos que se revisarían en el análisis.

Atributos Más Fuertes

- Las propiedades están bien mantenidas y se encuentran ubicadas en mercados atractivos en términos demográficos.
- Las propiedades han presentado niveles altos de ocupación durante los últimos ciclos económicos, otorgando estabilidad a los flujos de caja.
- El portafolio refleja una alta diversificación de arrendatarios
- El portafolio tienen una duración promedio más larga en los contratos de arrendamiento
- Las propiedades presentan una tasa de renovación más alta que el promedio

Atributos Más Débiles

- Las propiedades no presentan flexibilidad para acomodar cualquier tipo de uso alternativo
- Las propiedades son más antiguas; por lo tanto, es posible que no logren una mayor demanda por arrendamientos en el largo plazo
- Una alta concentración en el cronograma de vencimiento de contratos de arrendamiento
- Una tasa de renovación baja junto a una alta tasa de vacantes
- El portafolio refleja una alta concentración en arrendatarios con baja calidad crediticia

Consideraciones Relacionadas con la Generación de Ingresos

Buscando formular una opinión sobre la estabilidad y predictibilidad de la generación de ingresos de los activos subyacentes, Fitch usa el Ingreso Operacional Neto (*Net Operating Income*, NOI) como indicador clave. Fitch considera que para que los niveles de NOI sean sostenibles y menos volátiles y así ofrezcan un rendimiento más estable y predecible para los inversionistas en el largo plazo, los ingresos o gastos actuales deberían ser consistentes con las condiciones de mercado. Fitch usará información actual e histórica para determinar la sustentabilidad del NOI a través de un ciclo completo del mercado inmobiliario. Fitch revisa los siguientes factores:

- **Reconocimiento de Arrendamientos:** Para propiedades con contratos de arrendamiento de largo plazo, tales como arrendamientos de propiedades industriales, de oficinas y de almacenes de cadena, el ingreso se deriva de los contratos de arrendamientos existentes. Fitch considerará arrendamientos superiores a los de mercado como un atributo más débil cuando analiza los niveles de ingreso. En su opinión, los arrendamientos tienden a migrar hacia niveles de mercado en el largo plazo o incluso por debajo de los niveles de mercado actuales si el desempeño de mercado se deteriora más allá de los niveles de actuales.
- **Vacancias:** Fitch revisa un mínimo de tres años de trayectoria operacional para determinar un nivel de vacancia sostenible para las propiedades que conforman el portafolio analizado. Fitch considera un nivel de vacancias extremadamente bajo como insostenible en el largo plazo y opina que el nivel de vacancias tiende a ajustarse para reflejar una tasa más estable en línea con los niveles históricos de mercado. Fitch considera que los arrendatarios de grado de inversión con contratos de arrendamiento de largo plazo deberían poseer una tasa de vacancias más baja y así contribuir a una mayor estabilidad en los flujos de caja. En contraste, los portafolios que poseen una mayor

rotación en los contratos de arrendamiento o arrendatarios de inferior calidad crediticia podrían generar una mayor volatilidad en los niveles de ingresos.

- **Otros Ingresos:** Fitch incluye sólo aquellas fuentes de ingreso que considera sostenibles y recurrentes. Ingresos no recurrentes como lo es una penalidad recibida por la cancelación anticipada de un contrato de arrendamiento no se tomará en cuenta debido a que no agrega estabilidad a los flujos de caja.
- **Comisiones de Administración:** Fitch piensa que las comisiones de administración inferiores a las de mercado no son sostenibles y por lo tanto las considera como un atributo más débil cuando considera la sostenibilidad de los egresos.
- **Impuestos sobre Bienes Raíces:** Los impuestos prediales muchas veces representan el mayor gasto operacional de una propiedad. Si los impuestos aparentan ser demasiado bajos en relación a los niveles de mercado, Fitch podría solicitar información de respaldo, a través de cuentas pagadas u otros documentos, para determinar si el nivel de gastos actual es sostenible o no. Si Fitch piensa que no será sostenible, la agencia lo considerará un atributo negativo.
- **Seguros:** Fitch espera que los gastos de seguro reflejen las primas actuales. En aquellos casos en que las primas actuales no reflejen los gastos históricos, Fitch podría solicitar documentos de respaldo. Fitch también tomará en cuenta los aumentos proyectados en las primas para determinar la sostenibilidad del nivel de gastos.
- **Otros Gastos:** Se revisarán los otros gastos operacionales y Fitch determinará si éstos tienen un impacto sobre el nivel de flujo de caja agregado.
- **Costos de Reposición:** Para mantener la competitividad de la propiedad y atraer clientes nuevos, se espera que el dueño del edificio remplace en forma regular ciertos activos que cuentan con una vida útil fija. La edad, calidad e informe del estado de conservación del inmueble son determinantes clave para dimensionar el monto que podría impactar la estabilidad de los NOI a través de los años.
- **Costos Asociados al Arrendamiento de Propiedades:** Ciertos tipos de propiedades, tales como oficinas y almacenes de cadena, requieren de grandes inyecciones de capital para realizar mejoras que beneficien a los arrendatarios (*tenant improvements*, TIs) y el pago de comisiones de arrendamiento (*leasing commissions*, LCs) al vencer los contratos o cuando éstos se renueven. Si el dueño no tiene la caja necesaria para efectuar estos pagos, los arrendatarios prospectivos buscarán otra propiedad, y los arrendatarios existentes se mudarán donde un competidor una vez que vence el contrato de arrendamiento. Fitch evaluará si los niveles de flujo de caja proyectados son suficientes o no para garantizar un mantenimiento apropiado de la propiedad.

Diversificación del Portafolio

La diversificación del portafolio mitiga parcialmente el riesgo de estas emisiones, ya que el desempeño deficiente de algunos activos podría ser compensado por el mejor desempeño de otros, resultando en un rendimiento total del portafolio más estable. Un SPV con intereses en un gran número de activos podría tener un riesgo más bajo, debido a que cada activo representa sólo una pequeña fracción de la inversión total del SPV. Si un activo individual experimenta dificultades, podría no afectar la emisión en forma material. Adicionalmente, la diversificación geográfica y por arrendatario ayuda a mitigar los efectos de una desaceleración económica en una región o industria en particular. Fitch podría tener una opinión favorable de

un portafolio que posee una mayor concentración geográfica, si el administrador inmobiliario demuestra experiencia y conocimiento en el tipo de propiedad o región geográfica en particular.

Fitch considera los siguientes factores importantes para determinar el grado de diversificación de un portafolio:

- Número de propiedades
- Límites de concentración por tipo de propiedad (residencial, oficina, comercial, industrial, almacenaje, etc.)
- Ubicación geográfica (ciudad / región)
- Límites de concentración por industria
- Número de arrendatarios
- Límites de concentración por tipo de arrendatario (gobierno, sector privado, entidades de un sector)

Seguimiento

Una vez que Fitch asigna una calificación, monitoreará el desempeño de la transacción mediante el proceso de revisión de la agencia, hasta que los títulos hayan sido redimidos en su totalidad o la calificación haya sido retirada. Los cuatro principales factores de calificación descritos arriba; la revisión del administrador inmobiliario, la calidad y las características de los activos, y la diversificación del portafolio pueden cambiar durante la vida de la transacción. Al contrario, la estructura legal por lo general se mantiene estable y se ve afectada sólo por eventos específicos.

El proceso de seguimiento considera varios aspectos cualitativos y cuantitativos para evaluar el desempeño de los títulos calificados, incluyendo el monitoreo de las cualidades y características de los activos así como del impacto que tienen los eventos de mercado sobre el desempeño de las transacciones, además del análisis de la generación de ingresos.

La estabilidad y predictibilidad de los rendimientos generados a través del valor de mercado y de la generación de ingresos de los activos subyacentes son revisados cuando se realiza el proceso de seguimiento de estas transacciones. Fitch espera que los niveles de retorno en las transacciones con calificaciones más altas sean menos volátiles a lo largo de las diferentes etapas del ciclo económico que los de las emisiones con calificaciones más bajas.

Para su análisis del valor de mercado, Fitch espera recibir una valoración de las propiedades en la fecha de transferencia, la cual definirá el costo de adquisición de los activos (*asset acquisition cost*, AC), y revisará estos avalúos actualizados en forma periódica. Basándose en el valor de los activos reportado (*reported asset value*, RAV) más actualizado, Fitch determinará si espera que el portafolio mantenga su valor en términos reales con relación a otros portafolios. Para ello, Fitch comparará el RAV más actualizado con el costo de adquisición original y el RAV del año previo para medir la estabilidad del rendimiento, asegurándose que estos valores incorporen los valores de las propiedades que forman parte del colateral en cada fecha de cálculo.

Valor de Activo Reportado (RAV) / Costo de Adquisición (AC)

Valor de Activo Reportado (RAV)t / Valor de Activo Reportado (RAV)t-12

Fitch ajustará el Valor de Adquisición y el Valor de Activo Reportado cuando se efectúen ventas de activos. Estos se reducirán por el costo de adquisición de un activo en particular y el valor de activo reportado del activo que se vendió.

Para determinar el rendimiento basado en la generación de ingresos, Fitch medirá el NOI como porcentaje del AC y del RAV, asegurándose que estos valores incorporen los valores de las propiedades que forman parte del colateral en cada fecha de cálculo. Fitch espera que este rendimiento sea relativamente estable en los niveles de calificación más altos a través de los ciclos económicos.

Ingreso Operacional Neto (NOI)/Costo de Adquisición (AC)

Ingreso Operacional Neto (NOI)/ Valor de Activo Reportado (RAV)

Las calificaciones se revisan por lo menos una vez al año por un comité de calificación. Si se requiere una acción de calificación por razones tales como el desempeño reportado de la transacción, la perspectiva que tiene Fitch para el desempeño del activo o la ocurrencia de cualquier tipo de evento, el comité realizará inmediatamente una revisión. Acciones de calificación ocurren más frecuentemente para algunas transacciones, especialmente si el desempeño del portafolio subyacente muestra un rápido deterioro.

Limitaciones

Puede que no todos los factores de calificación descritos en este criterio apliquen a cada acción de calificación. Cada comunicado de prensa o informe de calificación discutirá los factores más relevantes para cada acción de calificación y resaltará cualquier desviación al presente criterio, si hubiese alguna. Fitch no asesora a los emisores sobre cómo estructurar las transacciones o si un determinado nivel de calificación es deseable. Más bien, Fitch se esfuerza por publicar criterios transparentes que los inversionistas puedan comprender y evaluar.

Los usuarios de las calificaciones deberán estar conscientes de las limitaciones generales que tiene la información que las entidades o sus agentes le entregan a Fitch. Al emitir y mantener sus calificaciones, Fitch depende de información factual que recibe de los emisores y estructuradores y de otras fuentes que la calificadora considere confiables. Los emisores podrían, en cualquier momento, decidir no compartir cierta información con partes externas, incluyendo las calificadoras de riesgo. Si bien Fitch espera que los emisores que hayan acordado a participar en el proceso de calificación, o sus agentes, le entregarán inmediatamente toda la información relevante para evaluar tanto las calificaciones del emisor como todos los títulos relevantes de éste, Fitch no tiene ni trataría de tener el derecho de obligar al emisor o sus agentes a revelar dicha información.

Anexo A: Escala de Calificación para Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios - Colombia

Las calificaciones de Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios en Colombia abordan, en forma relativa, la capacidad del SPV de preservar el capital y entregarle un rendimiento al inversionista de acuerdo con los términos de la emisión. Las calificaciones que asigna Fitch a estas emisiones se basan en la evaluación de varios factores, incluyendo la estructura legal, la calidad del administrador de las propiedades, la calidad de los activos y la diversificación del portafolio. Todos estos aspectos representan los principales elementos que le dan forma al perfil de la transacción y que de esta manera determinan la opinión de calificación de la transacción. A las calificaciones asignadas bajo estos criterios se les antepone la letra “i”.

Escala de Calificación para Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios - Colombia

Escala de Calificación	Definiciones de las Calificaciones
i AAA (col)	La calificación i AAA refleja la expectativa de la más alta estabilidad en los rendimientos medida a través del valor de mercado y la generación de ingresos de los activos subyacentes, consistentes con los términos de la emisión.
i AA (col)	Las emisiones calificadas en esta categoría ofrecen una alta estabilidad en los rendimientos.
i A (col)	Las emisiones calificadas en esta categoría ofrecen muy buena estabilidad; sin embargo, ésta puede ser levemente afectada por cambios en las condiciones económicas.
i BBB (col)	Las emisiones calificadas en esta categoría ofrecen una estabilidad promedio; sin embargo, esta varía durante períodos de inestabilidad económica.
i BB (col)	Las emisiones calificadas en esta categoría ofrecen una estabilidad por debajo del promedio. Existen variaciones considerables a través de los ciclos económicos que podrían derivar en frecuentes cambios en la calificación.
i B (col)	Las emisiones calificadas en esta categoría ofrecen una estabilidad que es muy inferior al promedio. Existen variaciones considerables a través de los ciclos económicos que podrían derivar en frecuentes cambios en la calificación.
i CCC (col)	Las emisiones calificadas en esta categoría ofrecen una estabilidad incierta. Está la expectativa que el capital se vea afectado en forma negativa y que los rendimientos sean insuficientes.
i E (col)	No se cuenta con suficiente información para poder asignar una calificación.

Nota

Los modificadores "+" o "-" pueden ser añadidos a una calificación para denotar la posición relativa dentro de una categoría de calificación en particular. Estos sufijos no se añaden a la categoría AAA', o a categorías inferiores a 'B'

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: HTTP: / / FITCHRATINGS.COM / UNDERSTANDINGCREDITRATINGS. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, 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. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, 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 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 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, 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 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 pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. 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 substituto 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, suspendidas, 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 titulo. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier titulo 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 USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas 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 USD10.000 y USD1.500.000 (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.