

Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos

Metodología Intersectorial

Este informe es una traducción del reporte titulado "Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria" publicado en agosto 1, 2018.

En este informe

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Marco de Metodología de Contraparte	2
Contrapartes de Soporte Directo	Error!
Bookmark not defined.	
Contrapartes Derivadas	13
Contrapartes de Soporte Indirecto	16
Otras Consideraciones	24
Documentación Inconsistente con la Metodología	25
Ejemplos de Evaluación de Materialidad	26
Aspectos Específicos del Bono Cubierto	30
Variaciones de la Metodología	35
Limitantes	36
Actualización de Metodología	36
Fuentes de datos	36
Apéndice 1- <i>Riesgo de Continuidad de Administración en Financiamientos Estructurados</i>	37

Analistas

Tuuli Krane
+49 69 7680 76 170
tuuli.krane@fitchratings.com

Raul Domingo
+33 144 299 170
raul.domingo@fitchratings.com

Andreas Wilgen
+44 20 3530 1171
andreas.wilgen@fitchratings.com

Contactos

Global
Marjan van der Weijden
+44 20 3530 1365
marjan.weijden@fitchratings.com

EEUU
Rui Pereira
+1 212 908 0766
rui.pereira@fitchratings.com

Europe, Middle East and Africa
Susanne Matern, CFA
+49 69 7680 76 237
susanne.matern@fitchratings.com

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

Latinoamérica
Gregory Kabance
+1 312 368 2052
gregory.kabance@fitchratings.com

Alcance

Este informe describe el enfoque de Fitch Ratings para el riesgo de contraparte en las transacciones de Finanzas Estructuradas (SF por sus siglas en inglés) nuevas y existentes calificadas a largo plazo (LT por sus siglas en inglés) y para programas de bonos cubiertos (CVB por sus siglas en inglés). El contenido de este informe se aplica tanto a SF y como a CVB - excepto para la sección titulada *Bono Cubierto-Aspectos específicos, que solo aplica a los programas CVB*.

Cada uno de los factores clave de calificación es de igual importancia para el análisis. Todas las secciones de los criterios aplican a nueva emisión de deuda y al seguimiento de emisiones ya existentes donde se especifica.

Factores Clave de Calificación

Rangos de Elegibilidad: Fitch considera que contrapartes de soporte directo, tal como bancos en donde se abrieron cuentas a nombre del emisor y proveedores de productos financieros derivados, que tengan una Calificación LT mínima¹ de 'A' o una calificación de Corto Plazo mínima (ST) de tipo Incumplimiento del Emisor (*Issuer Default Rating*)(IDR) de 'F1' que son capaces de respaldar calificaciones 'AAAsf' sin ofrecer garantía o colateral. La metodología tiene unas calificaciones mínimas para que una contraparte sea elegible al momento de soportar calificaciones menores a 'AAAsf'.

Compromiso para Acción Correctiva: Fitch asume que las contrapartes implementarán acciones correctivas para no volverse inelegibles. Esto mitigará el riesgo de contraparte de manera eficaz y permitirá que las calificaciones se desvinculen de las contrapartes. Las acciones correctivas incluyen: proveer garantías colaterales (más frecuentemente para *swaps*), obtener una garantía, o reemplazo de una contraparte inelegible.

Cronología de Acciones Correctivas: Se espera que las acciones correctivas se implementen dentro de un período corto después de que una contraparte se vuelve no elegible. Cuando la colateralización u otros mitigantes estructurales son idóneos, éstos deben ser contractualmente acordados para ocurrir dentro de 14 días calendario a partir que la contraparte perdió elegibilidad. Para exposiciones relacionadas al banco en donde se abrió la cuenta del emisor que no pueden ser remediadas mediante colateralización, la acción correctiva debería ser contractualmente acordada para tomarse dentro de 60 días calendario.

Disponibilidad de Contrapartes de Reemplazo: Fitch considera que las contrapartes de reemplazo están en principio, disponibles para la mayoría de los tipos de exposición, no obstante los costos más altos puedan aplicar. Este principio es un supuesto clave que da soporte a estos criterios.

Exposición Excesiva: Ciertas exposiciones de contraparte se consideran tan excesivas, que las calificaciones de la transacción no pueden desvincularse de la calificación de la contraparte aun cuando las medidas correctivas se encuentren establecidas. Ejemplos incluyen estructuras en las cuales el banco en donde se abrió la cuenta del emisor mantiene una porción grande de la mejora crediticia de la transacción.

¹ "LT Rating" significa ya sea: Calificación de Contraparte de Derivados (DCR) – para proveedores de productos financieros derivados cuando sean asignadas y aplicables -; Calificación de Depósito LT (para proveedores de cuentas bancarias, cuando la Calificación de Depósito sea asignada y aplicable); o LT IDR (relevante para proveedores de instrumentos de liquidez, proveedores instrumentos financieros derivados cuando la DCR no es asignada ni es aplicable y los proveedores de cuentas bancarias cuando ninguna Calificación de Depósito es asignada o aplicable). Ver Figura 2 para detalles.

Marco de Metodología de Contraparte²

Fitch considera todos los mitigantes estructurales disponibles para la transacción para determinar si en la opinión de la agencia, estos mitigantes reducen suficientemente la dependencia de la contraparte y logran “aislamiento” de la contraparte. Fitch cataloga las contrapartes en tres categorías, considerando el rol(es) que cada entidad tiene en la transacción:

- Contrapartes de soporte directo (ej. Banco colocador o proveedores de instrumentos de liquidez);
- Contrapartes de derivados (ej. proveedores de swap); y
- Contrapartes de soporte indirecto (ej. Bancos de cuentas de recolección y administradores de activos financieros de crédito).

El propósito de este reporte de criterios es expresar el enfoque de Fitch para analizar el riesgo de contraparte en operaciones SF y programas CVB. Fitch ve sus propias calificaciones al evaluar una capacidad de crédito de una contraparte.

Las partes de una transacción deciden la manera en que la operación evaluará la capacidad crediticia, y cómo abordará cualquier reducción de la capacidad crediticia de una contraparte. La agencia no es responsable de la estructura de las transacciones y determina sus opiniones de calificación basada en estructuras presentadas a ésta. Las partes de la operación pueden escoger incorporar mitigantes a la estructura de su transacción y documentos que sean distintos de aquellos discutidos en este reporte de criterios. Fitch evaluará éstos contra sus criterios y asume en su análisis que las acciones contractualmente acordadas serán mantenidas por las partes de la operación.

Cuando las exposiciones de la contraparte no reflejan las expectativas de Fitch, la materialidad de la exposición y cualquier otro mitigante estructural será considerado (ver la Documentación Inconsistente con los Criterios). Si las contrapartes no implementan medidas correctivas después de la pérdida de elegibilidad, y si la exposición es material, las calificaciones de las notas afectadas pueden ser degradadas a la calificación de la contraparte; si hay una exposición parcial, la calificación puede ligarse a un número de escalones (*notches*) sobre la calificación de la contraparte, o para exposiciones irrelevantes la calificación podría no cambiar.

Cualquier referencia a “calificación”, “clasificación” o “calificaciones” en este documento es una calificación de Fitch, pública o privada, salvo que se indique lo contrario. Las opiniones crediticias, evaluaciones de crédito o calificaciones de otras agencias calificadoras no son consideradas suficientes para fines de la evaluación de riesgo de contraparte si no se especifica lo contrario en este informe. No es posible para Fitch mantener una opinión crediticia de una transacción SF salvo que la agencia también mantenga una calificación crediticia con respecto a las exposiciones materiales de la contraparte.

Este reporte de criterios aplica a nuevas calificaciones y, cuando se especifique en el reporte, al seguimiento de calificaciones existentes. De lo contrario, los siguientes pasos son completados durante la investigación de calificaciones existentes:

- Las calificaciones de las contrapartes son monitoreadas.
- La implementación de acciones remediales o correctivas es monitoreado y el impacto de cualquier acción insuficiente es analizado para el impacto en la calificación.

² El informe usa por lo regular terminología SF y referencias a calificaciones con un sufijo 'sf'. Para las calificaciones de CVB, Fitch adopta principios *ad hoc*, descritos en la sección *Bonos Cubiertos- Aspectos Específicos* y las calificaciones no tienen el sufijo 'sf'.

Un análisis actualizado de un riesgo contraparte será completado si un cambio material es identificado relacionado con las contrapartes, el entorno legislativo, los documentos de la transacción o de este criterio.

Este reporte de criterio incluye conceptos generales para el análisis de riesgo contraparte que pueden también ser aplicados en áreas analíticas diferentes a Finanzas Estructuradas o Bonos Cubiertos (CVB). Estos conceptos generales, cuando sean aplicables fuera del área de Finanzas Estructuradas y CBV, serán incorporados dentro de criterios relacionados al grupo analítico mediante referenciación de este criterio. La aplicación de un concepto general individual será descrito en el criterio respectivo no relacionado a SF o CVB.

Antecedentes

Todas las transacciones SF incluyen un elemento de dependencia a contrapartes, ya sea en forma de una dependencia operacional a través de exposición de crédito o frecuentemente una combinación de ambos. Los ejemplos típicos de dependencia operativa son los administradores (*servicers*), agentes de cálculo y de pago, fiduciarios y custodios. Los ejemplos de exposición de crédito incluyen contrapartes de swap, proveedores de instrumentos de liquidez, cuentas bancarias del emisor y proveedores de inversiones calificadas. Las calificaciones SF entonces necesitan considerar los riesgos asociados con estas contrapartes y los roles que desempeñan, además de evaluar los riesgos crediticios fundamentales relacionados con el rendimiento de los activos bursatilizados.

Uno de los principios fundamentales de SF es alcanzar el aislamiento estructural del desempeño de una transacción del riesgo de crédito u operacional de las contrapartes involucradas. El objetivo es que cualquier deterioro de crédito o incumplimiento de una contraparte de transacción no tenga un impacto negativo directo en el desempeño de la transacción misma. El resultado esperado es que el desempeño de la transacción SF refleje principalmente aquel del colateral subyacente y este aislado de riesgos específicos que afecten a las contrapartes participantes.

Si no se alcanza un aislamiento suficiente de las contrapartes relevantes, la calificación de la transacción no excederá aquella de la contraparte calificada más baja. Esto resultará en un límite de la calificación igualado a la calificación de la contraparte que restringe y en consecuencia, aborda el riesgo de crédito que estos criterios cubren. Las contrapartes que no son vistas como materiales, debido a dependencia operacional limitada y limitada exposición de crédito, no se espera que alcancen aislamiento debido a su impacto negativo limitado en el desempeño de la transacción. Si una contraparte material es calificada en o por encima de la calificación de nota, el aislamiento de esa contraparte no es requerido para alcanzar calificaciones de dicha nota hasta la calificación de la contraparte.

Fitch opina que nunca será posible “eliminar mediante la estructuración” el riesgo de contraparte. Sin embargo, es posible usar mitigantes estructurales que permitan que este riesgo se minimice. La metodología de contraparte de la agencia expresa como analizará en qué medida las partes de la transacción han logrado el aislamiento de una contraparte.

Supuestos Subyacentes Clave de la Metodología

Los supuestos clave de Fitch son los siguientes:

- El riesgo de que una contraparte elegible incumpla antes de una baja de calificación por debajo de ciertas calificaciones mínimas y antes de la implementación de acciones correctivas es lo suficientemente remota para soportar las calificaciones de nota correspondientes en la tabla 1.

Metodologías Relacionadas

[Counterparty Criteria for Structured Finance and Covered Bonds: Derivative Addendum \(Agosto 2018\)](#)

[Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(Mayo 2018\)](#)

[Metodología de Calificación de Bonos Cubiertos \(Marzo, 2018\)](#)

- Al convertirse inelegible (ej. No mantener los niveles de calificación mínimos en la tabla 1) las contrapartes tienen la capacidad y disposición de tomar medidas correctivas adecuadas dentro del marco de tiempo esperado.
- Cuando la acción correctiva involucre reemplazo o garantía de otra contraparte elegible, se asume que dicha contraparte estará disponible para desempeñar el rol aunque esto pueda ser a un costo más alto o bajo términos y condiciones diferentes.
- Las contrapartes tienen la capacidad operacional adecuada para realizar las funciones designadas.

Fitch puede concluir para transacciones individuales y contrapartes que, alguno o todos estos supuestos podrán no ser aceptables, y como consecuencia, puede no lograrse un aislamiento suficiente. En otros casos, la exposición agregada a vehículos de finanzas estructuradas para una contraparte puede ser de tal magnitud que podría, por sí misma, ser un factor de influencia en la calidad crediticia de la contraparte y por lo tanto, posiblemente en su calificación (ver la sección de *Limitaciones de Metodología*).

Contrapartes de Soporte Directo y Proveedores Derivados Elegibles

El análisis de Fitch se basa en que todas las contrapartes en las transacciones SF y los programas de CVB teniendo conocimiento operativo y capacidad para realizar las funciones de las que están obligados contractualmente. En la mayoría de los casos, los roles de contraparte son desempeñados por instituciones altamente calificadas, bancos por lo regular, pero Fitch considerará instituciones no bancarias como contrapartes elegibles para ciertas funciones, dependiendo de cada caso. El análisis de Fitch también se basa en contrapartes de soporte directo y instrumentos financieros derivados que cumplan las características clave descritas a continuación.

Tabla 1

Soporte Directo Mínimo y Calificación de Largo Plazo de la Contraparte Derivada o IDR^{a,b} de Corto Plazo

Categoría de la nota calificada más alta ^c	Sin colateral	Con colateral Cláusula flip	Con colateral No Cláusula flip
AAAsf	A o F1	BBB- o F3	BBB+ o F2
AAsf	A- or F1	BBB- o F3	BBB+ o F2
Asf	BBB o F2	BB+	BBB o F2
BBBsf	BBB- o F3	BB	BBB- o F3
BBsf	Calificación de Nota	B+	BB-
Bsf	Calificación de Nota	B-	B-

^a Para casos de garantías provistas por terceros de obligaciones de contraparte, ver las *Garantías a continuación*

^b Consideraciones especiales aplican para bancos calificados 'AA-' o 'F1+', por favor vea *Consideraciones Específicas para Bancos de Alta Calificación (en por lo menos 'AA-' o 'F1+')*

^c Por ejemplo, un banco en donde se abrieron cuentas del emisor que cae bajo la categoría 'Sin colateral' calificado 'BBB' o 'F2' puede dar soporte una nota SF calificada hasta 'A+sf' pero no 'AA-sf', mientras que un banco en donde se abrieron cuentas del emisor calificado 'A-' puede soportar una nota SF calificada 'AA-sf', a pesar de su Calificación Corto Plazo

^d En caso de contrapartes proveedoras de instrumentos financieros derivativos, si no hay impacto negativo de la falta de colateralización (por ejemplo si el colateral determinado de conformidad con las disposiciones del Addendum Derivado a estos criterios es cero), la columna "con colateral" aplica

Fuente: Fitch

Tabla 2

¿Cuál Calificación de Largo Plazo (LT)?

Rol	DCR	Calificación de Depósitos IDR LT	
Proveedor de cuentas bancarias ^{a,b}		Cuando las Calificaciones de Depósito se asignan y son aplicables	Cuando las Calificaciones de Depósito no se asignan o no es aplicable
Cuenta bancaria receptora de cobranza (sin administrador) ^{a,b}		Cuando las Calificaciones de Depósito se asignan y son aplicables	Cuando las Calificaciones de Depósito no se asignan o no es aplicable
Proveedor de cuenta bancaria de cobranza (administrador) ^{a,b}			LT IDR en todas las instancias
Proveedor de derivados ^b	Cuando se asigna y es aplicable un DCR		Cuando es aplicable y no se ha asignado o no es aplicable un DCR
Proveedor de instrumento de liquidez			IDR LT en todas las instancias

^a Por favor vea aplicabilidad a sucursales en la sección de Sucursales a continuación

^b Fitch siempre usará la Calificación más adecuada en su análisis. Si los documentos de la transacción no hacen referencia a las Calificaciones de Depósito o al DCR y fueron redactados antes de la introducción de estas Calificaciones, Fitch asumirá estas Calificaciones que están pensadas en los documentos de la transacción con el propósito de analizar los detonadores (en vez del IDR). A pesar de esto, Fitch buscará evidencia que el detonante de la nueva Calificación sea respetado hacia el futuro

Fuente: Fitch

Las calificaciones mínimas mostradas en la primer columna en la Figura 1, Sin colateral, aplican a soporte directo y contrapartes proveedoras de instrumentos financieros derivados. Por ejemplo, se espera que la transacción calificada 'AAAsf' sean soportados por contrapartes con una calificación mínima de la largo plazo 'A' o un IDR de corto plazo mínimo de 'F1'.

Las calificaciones mínimas mostradas en la columna Con colateral - Cláusula Flip aplican a contrapartes de derivados que dan colateral adecuado y cuando hay suficiente previsión legal respecto a la implementación de "cláusulas flip" (para mayores detalles ver la sección Cláusulas Flip). Por ejemplo, las calificaciones 'AAAsf' pueden ser soportadas por contrapartes con Calificación de LT 'BBB-' o un IDR de corto plazo mínimo de 'F3'. Fitch espera que contrapartes proveedoras de instrumentos financieros derivados provean colateral como la primera capa de protección sobre degradación por debajo de las calificaciones mínimas mostradas en la Figura 1 (columnas dos o tres). Dar colateral extiende la capacidad de una contraparte para actuar como contraparte de derivados mediante la mitigación parcial de la exposición.

Las calificaciones mínimas mostradas en la columna Con colateral - No cláusula flip aplican cuando no ha sido recibida suficiente previsión legal con respecto a la implementación de las "Cláusulas Flip" por contrapartes proveedoras de instrumentos financieros derivados.

Observación Negativa (RWN)

Fitch busca preparación anticipada de medidas correctivas cuando asigna nuevas calificaciones SF mientras que las contrapartes tienen una calificación que está en Observación Negativa (RWN) mientras están en el nivel mínimo para una calificación dada (conforme a la Figura 1). Se espera que el detalle de dichos planes correctivos vaya más allá de expectativas de criterios estándar y pueden incluir acuerdos de colocación de colateral finalizados o partes de reemplazo contratadas.

Sucursales (Branches)

Fitch considerará el IDR del banco que es el último tenedor de una sucursal al evaluar elegibilidad para sucursales bajo estos criterios a menos que el país en donde dicha sucursal se ubica tenga un "techo soberano" (Country Ceiling) debajo de la calificación del banco controlador. En este caso,

Fitch utilizará la calificación en línea con el techo soberano³. Por favor vea la *Global Bank Rating Criteria* para más detalles sobre calificaciones de sucursal.

Las calificaciones de depósito y DCR asignadas a una institución no son consideradas automáticamente para sucursales operando fuera del país de constitución del banco calificado. Las calificaciones de Depósito y DCR consideradas por Fitch en otros países será analizado caso por caso.

Garantías

En el caso de terceras partes garantizando las obligaciones de una contraparte proveedora de instrumentos financieros derivados en una jurisdicción donde la cláusula flip es ejecutable, Fitch considera la calificación más alta del garante y la contraparte. Por ejemplo bonos 'AAAsf' pueden ser respaldados por una entidad 'BBB-' que garantiza un proveedor de instrumentos financieros derivados colateralizado (o puede proveer colateral el mismo). Un garante no puede cubrir este riesgo en jurisdicciones donde la cláusula flip no es ejecutable, solamente aplicaría como reemplazo.

Subsidiarias sin Calificación

Las subsidiarias de instituciones elegibles sin calificación, en casos limitados, pueden ser elegibles si Fitch determina en su análisis que la calificación de la controladora puede ampliarse a las subsidiarias sin calificación. Éste sería el caso para instituciones financieras no bancarias si las calificaciones pueden estar totalmente alineadas y en el caso de los bancos, si la subsidiaria sin calificación opera de forma similar a una sucursal, o es efectivamente una entidad de reserva/registro o donde la subsidiaria opera en un mercado mucho tiempo considerado como principal por la controladora. Los analistas de la matriz están involucrados en este análisis. En dichos casos, se espera que se apliquen los mitigantes estructurales a la entidad matriz y mecanismos adicionales, abordando la posibilidad de un cambio en la estructura de propiedad, se incluyen (normalmente propiedad de menos del 100% darán lugar a inelegibilidad). Las subsidiarias no estratégicamente importantes no calificadas de entidades calificadas pueden ser elegibles, siempre y cuando se beneficien de una garantía incondicional e irrevocable de la entidad matriz elegible y los mitigantes estructurales sean aplicados al garante/entidad matriz.

Acciones Correctivas Sobre Contrapartes de Soporte Directo y Contrapartes Derivativas que se vuelven no Elegibles

Para exposiciones de contraparte de derivados y de soporte directo, Fitch revisa que la documentación de la transacción incluya una o más acciones correctivas con plazos de tiempo específicos que las contrapartes tomarían al volverse inelegibles. Fitch evaluará las obligaciones correctivas documentadas de las contrapartes en base a esta metodología.

Las acciones correctivas pretenden ya sea mitigar totalmente (ej. reemplazo, obtener una garantía o pre-fondeo de obligaciones) o parcialmente (ej. dar colateral) la exposición a la contraparte afectada.

Cuando la colateralización o pre-fondeo de obligaciones sea aplicable, se espera que una obligación contractual se complete dentro de los 14 días naturales después de que la contraparte se declaró inelegible. En opinión de Fitch, sólo colateralización puede ser realísticamente lograda en un plazo tan corto.

Se espera que el reemplazo u obtención de una garantía para las contrapartes, con excepción de los bancos de la cuenta del emisor, se acuerde contractualmente y se complete dentro de los 30

³ Para las contrapartes derivadas, si el derivado se realiza bajo el acuerdo maestro ISDA y aplica la sección 10 (a) del cronograma, el techo país no es aplicable.

días calendario. El reemplazo / garantía del banco de la cuenta del emisor se espera en los contratos dentro de los 60 días calendario posteriores a que la contraparte deje de ser elegible.

Costo asociado con las acciones correctivas se cubra de manera que no resulte en ninguna pérdida relevante para la transacción.

Criterio de Colateralización

Proveer colateral se usa con mayor frecuencia para proteger contra el riesgo de la contraparte que participa como proveedor de instrumentos financieros derivados, pero también se utiliza para otros instrumentos, incluidos los instrumentos líquidos mediante reserva de liquidez y la proveeduría de reservas.

Las obligaciones de colateralización se evaluarán según los siguientes principios.

- El colateral debe ser en forma de efectivo o inversiones en valores elegibles, provistos en beneficio de la transacción con una contraparte que tenga calificaciones mínimas de acuerdo con la Figura 1 (sin la columna de colateral); o con un custodio independiente bajo un acuerdo legal, donde los valores están legalmente aislados del custodio.
- Las inversiones en valores elegibles deben limitarse a los bonos emitidos por soberanos con calificación 'A' o 'F1' que son listados en el documento *Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria: Derivative Addendum*. La valuación de estos instrumentos debe basarse en valores de mercado y estar sujeta a las tasas de avance ya especificadas.
- Cualquier costo asociado con proveer colateral y con la asignación de una contraparte o garante de reemplazo debe ser asumido por la contraparte que se vuelve inelegible.

Para fines de colateralización de contratos de derivados, el análisis de Fitch se basa en un anexo de respaldo de crédito (CSA) o documentación similar que debe firmarse y ejecutarse en el momento del cierre de la transacción. Esto permite a la contraparte proveer colateral en un plazo de 14 días calendario a partir de que sea inelegible. En ausencia de una preparación adecuada, el dar colateral puede ser difícil de realizar dentro de este período de tiempo. La designación de reemplazo o garante para estos derivados puede, de acuerdo a la experiencia de Fitch, demorar considerablemente más de 30 días calendario y, en algunas ocasiones, más de dos meses, de modo que es probable que la colateralización sea la única opción viable antes de la baja inicial de calificación (por debajo de los niveles especificados en la columna Sin Colateral de la Figura 1). La agencia ha encontrado que los covenants en los documentos de la transacción que requieren un reemplazo / garante dentro de un corto período de tiempo rara vez se han cumplido y, por lo tanto, proporcionan confort adicional limitado.

Los aspectos específicos de la colateralización para derivados se detallan en el documento *Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria: Derivative Addendum*.

Consideraciones Específicas para Bancos con Calificación Alta (Al menos 'AA-' o 'F1+')

Para instituciones con una Calificación LT mínima de 'AA-' o un IDR ST de 'F1+', Fitch espera ya sea el marco de tiempo correctivo estándar como se detalla en el párrafo anterior o un período extendido de 60 días naturales, siempre y cuando las acciones correctivas (incluyendo dar colateral) sean contractualmente acordadas perdiendo una calidad crediticia más alta ('AA-' y 'F1+').

Tiempos de Acciones Correctivas

Calificación de Contraparte Mínima	Colateralización	Reemplazo/Garantía
Proveedor de cuentas bancarias del emisor con detonantes de tipo figura 1	No aplicable	60 días calendario
Proveedor derivado con detonantes tipo figura 1	14 días calendario	30 días calendario
Proveedor de instrumento de liquidez con detonantes tipo figura 1	14 días calendario	30 días calendario
AA- o F1+	60 días naturales (al perder AA- y F1+)	60 días naturales (al perder AA- y F1+)

Fuente: Fitch

Más Detalles sobre Cuentas Bancarias del Emisor y Otras Contrapartes de Soporte Directo

Por lo general, las contrapartes de soporte directo proporcionan crédito directo material o soporte de liquidez a las transacciones de Finanzas Estructuradas. Las funciones de dichas contrapartes incluyen entre otras:

- Bancos de cuentas de recolección o cobro de la transacción;
- Proveedores de instrumento de liquidez;
- Inversiones calificadas; y
- bienes gravados.

El incumplimiento de una contraparte de soporte directo puede tener un impacto material en una transacción. Por ejemplo, el incumplimiento del banco donde están las cuentas de cobro justo antes de una fecha de pago resultaría en un incumplimiento de la transacción.

Se espera que las contrapartes de soporte directo mantengan calificaciones mínimas como en la tabla 1 (*Sin Colateral*). Sin embargo, para arreglos de contraparte con una exposición particular muy grande, un enfoque más estricto se aplicará, como se ve en la sección *Dependencia Excesiva de Contraparte Directa*.

Debido a su naturaleza esotérica, los emisores de bonos y los garantes de bonos (a diferencia de entidades garantizando obligaciones específicas de contraparte) son consideradas dentro de la definición de contrapartes de soporte directo. En dichos casos, la calificación del bono garantizado es por lo regular dependiente del garante y no hay disposiciones para el reemplazo en el caso de eventos crédito asociados con el asegurador o garante. Si la estructura tiene como objetivo lograr un aislamiento de la calificación del asegurador o garante del bono, entonces Fitch aplicaría esta metodología en la medida que se espere que este arreglo específico sea reemplazable. Dado el número limitado de dichas contrapartes, y el carácter personalizado de los seguros de bonos, la habilidad de reemplazo sería examinada caso por caso.

Acciones Correctivas para Contrapartes de Soporte Directo

El análisis de Fitch se basa en que la documentación de la transacción obligue contractualmente a las partes de la transacción a tomar medidas correctivas adecuadas al volverse una contraparte inelegible. Al descender la calificación de soporte directo de la contraparte por debajo de los niveles mínimos especificados en la tabla 1 (*Sin Colateral*) las acciones correctivas posibles incluyen:

- Reemplazo con una contraparte elegible;
- Concretar un garante elegible; o

- Para instrumentos de liquidez, disponer de la liquidez (pre-fondeo) y transferir los fondos a cuentas en un banco elegible o inversiones cualificadas.

El pre-fondeo es únicamente considerado una acción correctiva cuando después de la disposición, la transacción ya no está expuesta al desempeño de la contraparte. Por ejemplo, esto puede ser viable para un arreglo de instrumento de liquidez pero no para un banco donde están las cuentas de cobro.

El análisis de Fitch busca obligaciones contractualmente acordadas para ser tomadas dentro de 60 días calendario para bancos en donde se han abierto cuentas de los emisores y 30 días calendario para otras contrapartes de soporte directo, los Fondos deben ser transferidos tan pronto como puedan abrirse cuentas nuevas. Sin embargo, cuando el pre-fondeo sea aplicable, esto se espera dentro de 14 días calendario desde que la contraparte se vuelve inelegible, no obstante cualquier obligación para reemplazar o acordar un garante elegible dentro de 30 o 60 días calendario como se detalla en la Figura 3.

Cuenta Bancaria del Emisor

El término “Cuenta Bancaria del Emisor” incluye todas las cuentas bancarias que se tienen en el nombre del emisor o de la estructura de la transacción, incluyendo las cuentas de distribución, cuentas de colateral y cuentas de reserva (pero excluyendo las cuentas de cobranza mantenidas por el administrador). En los EE.UU., en muchos casos el fiduciario toma este rol. Fitch clasifica al banco emisor de la cuenta como un soporte directo de contraparte porque el desempeño de la contraparte permite un pago puntual a los tenedores. Dada la exposición operativa, el riesgo no puede ser mitigado en forma de colateral.

En algunas jurisdicciones el rol del banco en donde se abrieron las cuentas del emisor puede estar dividido entre un fiduciario y una institución elegible. En estos casos, la institución elegible mantiene los fondos y el fiduciario los administra, limitando la exposición de crédito a la institución elegible. Los fiduciarios que tienen únicamente exposición operacional son analizados en la sección *Agentes Pagadores y de Cálculo, Agentes de Administración de Efectivo*.

Estructuras de Cuenta Fiduciaria

Algunas jurisdicciones permiten la creación de estructuras de cuentas fiduciarias que pueden aislar de la insolvencia los fondos mantenidos en una cuenta del banco, incluso si el banco es objeto de insolvencia. Si, en dichos casos hay suficiente confort legal respecto a la implementación de dichos arreglos fiduciarios sin que se dé la aplicación de una moratoria, entonces Fitch considerará al fideicomitente/cuenta fiduciaria como una contraparte de soporte indirecto.

Cuando la previsión legal puede ser únicamente proporcionada para la efectividad de los arreglos fiduciarios, pero no para la falta de aplicación de una moratoria y el acceso puntual al dinero retenido en los arreglos fiduciarios, los mecanismos adicionales, como el instrumento de liquidez o la cuenta de reserva de una contraparte diferente, puede superar dichos obstáculos.

Las cuentas fiduciarias son más comunes en los Estados Unidos de América (EUA), donde los acuerdos de cuentas fiduciarias correctamente ejecutados protegen de la pérdida de fondos en valores (incluyendo bonos, fondos del mercado monetario y certificados de depósitos) y en tales casos Fitch trataría al fiduciario / cuenta fiduciaria como contraparte de soporte indirecto. El efectivo en cuentas bancarias permanecería sujeto a mezcla y en estos casos las cuentas de banco se tratarían como una Contraparte de soporte directo.

Proveedores de instrumentos de liquidez

Los instrumentos de liquidez externos dentro de transacciones pueden mitigar los riesgos que resulten de: (i) desajustes de vencimientos de activos y pasivos, y (ii) interrupciones causadas a cobranzas por el incumplimiento de otras contrapartes, como el administrador. Incluso para instrumentos de liquidez destinados para proporcionar una relativamente pequeña cobertura, por ejemplo un número de períodos de pagos de intereses, se espera que la contraparte cumpla con la definición de la contraparte de soporte directo elegible.

El análisis de Fitch de las transacciones subyacentes también incluirá una revisión de los términos y condiciones bajo los cuales el instrumento de liquidez será renovado, así como también de cualquier disposición para modificar cargos y tarifas a pagar. Además, en el caso de renovar anualmente las líneas de liquidez, este análisis también considera si una disposición del instrumento previo a, o en, su fecha de vencimiento ocurrirá bajo la documentación, en caso de que el instrumento no sea renovado en su vencimiento.

Cuando los instrumentos de liquidez son diseñados para dar soporte de liquidez significativo e incluso soporte crediticio ej. programas de papel comercial respaldados por activos (*asset-backed commercial paper conduits* ABCP por sus siglas en inglés), Fitch por lo general limitará la calificación del bono a la calificación del proveedor, con base en el alto grado de dependencia en el desempeño de la contraparte. Para mayor detalle, consulte el informe *Global Rating Criteria for Asset-Backed Commercial Paper*.

Anticipos del Administrador y del Fiduciario

Los mecanismos de anticipo del administrador y del fiduciario son más frecuentemente vistos en EEUU en transacciones tipo CMBS y RMBS. Estos anticipos usualmente cubren un pago del principal y/o interés mensual atrasado del deudor/acreditado y son recuperables en última instancia por el administrador/fiduciario como parte de los recursos obtenidos por recuperación de activo. Estos anticipos pueden tener una función similar a los instrumentos de liquidez; ya que su propósito principal es evitar falta de pago de interés sobre las notas.

Si liquidez alternativa no está disponible o cuando la falta de granularidad puede significar que en ciertos períodos el principal pudiera no estar disponible (por ejemplo, frecuentemente en transacciones de tipo CMBS), los anticipos pueden ser esenciales desde una perspectiva de calificación para proveer el pago de las notas de conformidad con sus términos y condiciones. Fitch aplicará el mismo análisis a aquél aplicado sobre los instrumentos de liquidez al último agente responsable por el anticipo, cuando esto sea importante para la calificación.

También puede existir casos en que los anticipos no sean esenciales para propósitos de calificación, tales como, si está disponible, los recursos en forma de principal pueden proveer liquidez inherente. En tal caso, estos son tratados como contrapartes de soporte indirecto (ver *Contrapartes de Soporte Indirecto*)

Inversiones Elegibles

Algunas estructuras permiten que el efectivo (que de otro modo sería retenido en las cuentas bancarias del emisor) sea invertido en ciertas inversiones (inversiones elegibles). Fitch revisará la documentación de la transacción para identificar las posibles inversiones que pueden llevarse a cabo. Fitch analiza que la documentación de transacción restringirá los posibles tipos de inversiones y vencimientos, con el objetivo de prevenir riesgo crediticio y evitar riesgos de valor de mercado.

Fitch considera a los siguientes instrumentos como inversiones calificadas elegibles.

- Las inversiones en valores (hasta por 30 días): valores con una calificación tan alta como en la Figura 1 (Columna *Sin Provisión de Colateral*), o calificadas por lo menos en un nivel equivalente a 'AA-' de Fitch o 'F1+' por o al menos de otra agencia internacionalmente reconocida y aprobada regulatoriamente y programados para vencer antes de los primeros 30 días o la siguiente fecha de pago de interés (IPD por sus siglas en inglés) (hasta 31 días en los casos donde el período de inversión refiera a fechas de pago mensuales).
- Las inversiones en valores (de 30 a 365 días): valores con calificación de al menos 'AA-' o 'F1+' y programados a vencer en los primeros 365 días o en el próximo IPD.
- Los fondos de mercado monetario (MMF por sus siglas en inglés): inversiones en fondo de mercado monetario u otros productos de liquidez similares también son elegibles, siempre y cuando estén diseñados para satisfacer el doble objetivo de la preservación del capital y la liquidez oportuna y ya sea mantener la calificación del MMF más alta por parte de Fitch (actualmente 'AAmmf') o, en la ausencia de una calificación de Fitch, son calificadas nivel más alto de al menos otra agencia calificadora, donde la calificación considera el objetivo dual de conservación de capital y liquidez oportuna⁴. Para la metodología de calificación MMF de Fitch, ver el informe titulado *Global Money Market Fund Rating Criteria*.
- El contrato de interés garantizado (GIC) o cuentas similares con instituciones de soporte directo elegible (calificadas al menos tan alto como la Figura 1 (sin columna de Colateral) y mecanismos de mitigación asociados, tales como cláusulas de reemplazo cuando se pierda un nivel de calificación mínimo.
- Para transacciones emitidas en los E.U., obligaciones del gobierno de E.U. (garantizadas/respaldadas o emitidas por el gobierno de E.U.) sin límites de calificación especificados, si las obligaciones son agendadas para vencer antes del siguiente IPD.
- Para transacciones emitidas en Canadá, obligaciones del gobierno canadiense (garantizadas/respaldadas o emitidas por el gobierno canadiense) sin límites de calificación especificados, si las obligaciones son agendadas para vencer antes del siguiente IPD.

Además de la metodología descrita anteriormente, Fitch basa su análisis en los puntos siguientes que sean aplicables.

- Las inversiones calificadas/elegibles son de tipo conservadas a vencimiento. Se espera que las inversiones venzan⁵ normalmente antes de la siguiente fecha de pago en las notas calificadas de tal manera que el principal completo está disponible para pagos de notas cuando sea necesario. Esto es para evitar inversiones que tienen que ser liquidadas en un descuento, resultando en una pérdida de valor de mercado a la transacción.
- Se espera que las inversiones calificadas devuelvan el principal invertido por completo excepto cuando el potencial para pérdidas de principal resulte de cambios en la tasa de interés⁶. Las inversiones en valores de tipo únicamente-intereses y únicamente-principal, o cualesquier valores para los cuales el repago del principal esté sujeto a volatilidad, no son considerados inversiones calificadas/elegibles.

⁴ En opinión de Fitch, las calificaciones de S&P no alcanzan este objetivo.

⁵ Aparte de los MMFs que no tienen una fecha de vencimiento debido a su estructura.

⁶ Si las tasas de interés negativas prevalecientes impiden protección de paridad, Fitch considerará las pérdidas potenciales en su análisis de las transacciones SF al aplicar su metodología *Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria*, la cual, para ciertas jurisdicciones y en algunos escenarios de calificación, contempla tasas negativas sobre el plazo corto a mediano. Para activos cobrados, a menos que los términos de las obligaciones calificadas hagan referencia directa a las devoluciones de una inversión específica, Fitch se basa en las inversiones calificadas para devolver el principal total invertido, a pesar de las tasas de interés aplicables.

- Las inversiones calificadas/elegibles están típicamente sujetas a reemplazo, pero únicamente en su fecha de vencimiento después de una degradación para evitar cualesquier pérdidas de mercado-a-mercado (MtM) causadas por terminación anticipada. Sin embargo, cuando es posible la terminación anticipada, entonces se espera que una garantía de terceros cubra cualquier pérdida de MtM. En dichos casos, se espera que el garante sea consistente con las disposiciones acordadas de una contraparte de soporte directo elegible.

En los casos en donde una gran cantidad de inversiones calificadas estén combinadas con períodos más largos de retención, la baja de calificación de una inversión calificada puede afectar la calificación de la transacción. En dichos ejemplos, que no sea posible aislar la calificación de la transacción de la calificación de las inversiones calificadas, de acuerdo con la sección *Dependencia Excesiva de Contraparte Directa*.

Bienes gravados

Los activos gravados normalmente existen en las estructuras de bursatilización sintéticas. Por lo regular, todas las ganancias de la emisión se invierten con el propósito de fundear pagos de la protección de swaps de incumplimiento de crédito, o de regresar el capital al momento de la terminación. Los bienes gravados por lo regular toman forma de depósito de valores o efectivo.

En el caso de depósitos de efectivo en una cuenta bancaria, en vista de la magnitud de la exposición, la calificación de la transacción será probablemente limitada a la calificación del banco donde este la cuenta, de acuerdo a la sección *Dependencia Excesiva de Contraparte Directa*. En el caso de inversiones en valores, Fitch analizará los riesgos crediticios y los riesgos del valor del mercado. Los riesgos crediticios normalmente se abordan limitando la calificación de la emisión a la calificación de los valores en que se realizó la inversión. Los riesgos del valor de mercado pueden ser abordados mediante el ajuste de vencimientos programados de los activos y pasivos, o mediante estructuras que prevén el pago en especie. Alternativamente, el riesgo de valor de mercado puede ser atendido mediante el compromiso de una contraparte elegible a cubrir déficits por medio de un acuerdo de derivados, a su vez, dicho arreglo podría ser evaluado como una exposición de contraparte derivados. Cuando el riesgo de valor de mercado no se atiende adecuadamente, Fitch puede decidir no asignar una calificación.

Para más detalles sobre el análisis de Fitch para mecanismos de garantía con bienes gravados en bursatilizaciones sintéticas, estructuras, véase el informe de *Single and Multi-Name Credit Linked Notes Rating Criteria*,

Dependencia Excesiva de Contraparte Directa

Las estructuras en donde una porción significativa de los fondos son retenidos en una cuenta bancaria del emisor, las inversiones calificadas o bienes gravados, no serán vistos lo suficientemente aisladas para lograr calificaciones más altas que la contraparte, salvo que se proporcionen mecanismos adicionales más allá de las disposiciones estándares.

La falta de suficiente aislamiento puede surgir cuando reservas grandes de efectivo - por lo regular el valor, cantidad total de la mejora crediticia de transacciones calificadas en grado de inversión alto - son depositados en la cuenta bancaria del emisor por un plazo más largo. Otros ejemplos incluyen estructuras de amortización con concentración de vencimiento moderada (*soft bullet*) que acumulen fondos o estructuras sintéticas fundeadas con inversiones gravadas. Fitch se enfocará en el plazo y medida de la exposición a la contraparte de soporte directo y no considerará eventos de corto plazo o excepcionales.

Es probable que la cuenta bancaria del emisor sea vista como de largo plazo si está presente por más de 12 meses. Un monto de exposición será visto como excesivo si, en un análisis en donde la

contraparte “salte-a-incumplimiento” (“*jumps-to-default*”) sin implementar acciones correctivas, podría esperarse que el bono o emisiones de la transacción calificadas por arriba de la contraparte bajen su calificación en 10 escalones (*notches*) o más (debido a la exposición de la contraparte).

Las transacciones que contienen reservas de efectivo con un requisito de valor mínimo pueden quedar expuestas a grandes cantidades en efectivo mantenidas en el banco de cuentas durante el final de la transacción. Es probable que estas exposiciones permanezcan por más de 12 meses. En su análisis, Fitch examinará la dependencia de la reserva de efectivo de los tramos restantes de la transacción, así como otras fuentes disponibles de mejora de crédito para determinar si existe excesiva exposición de la contraparte.

La dependencia en una contraparte en particular puede resultar en dependencia de liquidez u operacional, lo que también tendría un efecto material en una transacción por un período corto en el caso de que la contraparte incumpla sin que realice acciones correctivas. Sin embargo, Fitch no clasificará esto como excesivo en el contexto de la metodología. Dicha exposición es por lo regular curable después de un cierto tiempo y resultaría en la falta de pago completo significativamente menor que en el caso de una continua exposición de crédito excesiva.

Dividir la exposición de la contraparte entre varias contrapartes puede reducir la dependencia en una sola entidad, pero aumentará la probabilidad de ocurrencia de un evento negativo de contraparte para una de estas instituciones (riesgo-de-incumplimiento-inicial) además de introducir riesgo operacional adicional. Fitch evaluará este riesgo y si una distribución de los montos de depósitos materiales entre proveedores múltiples no logra el aislamiento. Fitch aplicará la metodología antes descrita.

Las transacciones que contienen períodos revolventes también pueden acumular efectivo en las cuentas de emisores, pero en muchos casos la longitud de la exposición es limitada. No se espera que sea en el mejor interés del originador, administrador o del emisor para mantener cantidades de efectivo altas sobre un período extendido y los fondos serán utilizados para comprar activos nuevos o amortizar las notas en circulación. Fitch no considera la posible acumulación de efectivo durante un período revolvente como exposición de contraparte de soporte directo excesiva si existen límites establecidos para detener la revolvencia y estos son vistos como adecuados para mitigar este riesgo bajo los criterios específicos de calificación para activos respectivos.

Los ejemplos proporcionados en esta sección no brindan un panorama integral. Si, en opinión de la agencia, una estructura de transacción dada es caracterizada por una dependencia excesiva en una sola contraparte o en un grupo de contrapartes - y por lo tanto entra en conflicto con el principio de aislamiento - las calificaciones del bono o emisiones pueden ser limitadas por la calificación de la contraparte con la calificación más baja (salvo que se incluyan mitigantes adicionales en la estructura).

Más Detalle sobre Contrapartes Derivadas

Los mecanismos de derivados y los mitigantes estructurales resultantes pueden dividirse en terminación (ej. swap de incumplimiento crediticio (*credit default swap* o CDS por sus siglas en inglés)) y en análisis de continuación (ej. *swaps* de moneda extranjera (FX), de tasas de interés (IR por sus siglas en inglés), límites o pisos de IR). Las especificaciones de cada contrato de derivado son generalmente adaptadas a una transacción dada y son analizadas en detalle.

Mayores detalles sobre el análisis de exposiciones de derivados y la documentación ISDA (por sus siglas en inglés) se encuentran en el informe complementario *Structured Finance and Covered Bonds: Counterparty Rating Criteria: Derivative Addendum*.

Para acuerdos de contraparte que presenten una exposición significativa, un enfoque más estricto aplicará de acuerdo a la sección *Exposiciones Derivadas Excesivas*.

Terminación de Derivados

Para transacciones en donde el contrato de derivados es un elemento crucial de la estructura de transacción - o incluso es efectivamente la estructura de transacción - la terminación del contrato de derivados resultará en la terminación de la transacción en general y el repago a los tenedores. Este tipo de estructura puede encontrarse por lo regular en bursatilizaciones sintéticas con CDS, o algunas veces swaps de rendimiento total (TRS por sus siglas en inglés).

En dichas transacciones, el no pago o incumplimiento de la contraparte será un evento de terminación para el contrato de derivados - ya sea automático o a la opción del emisor - quien a su vez, activará una terminación anticipada de la transacción de bursatilización.

En estos casos, el análisis de Fitch se enfoca en el pago completo de la transacción, incluyendo el interés acumulado hasta la terminación.

Derivados de Continuación

En una transacción de flujo de efectivo, el papel de un derivado es generalmente con fines de cobertura y forma un componente más pequeño de la transacción. Como consecuencia, incluso en el caso de incumplimiento de una contraparte derivada -y la terminación posterior del contrato derivado- se documenta que la transacción de bursatilización continúa.

Fitch evalúa la capacidad de la transacción de sobrevivir el incumplimiento o la falta de desempeño de la contraparte de derivados, analizando: (i) los mecanismos de dar y reemplazar colateral que proteja a un SPV a precio de mercado (*in-the-money*); (ii) la prioridad de los pagos de terminación que serán pagaderas a la contraparte de derivados, si está a precio del mercado (*in-the-money*) al momento de la terminación.

Acciones Correctivas para Contrapartes Derivadas

Se espera que las contrapartes de derivados sean consistentes con la definición de contrapartes elegibles establecida anteriormente, incluyendo las calificaciones mínimas especificadas en la tabla 1. Fitch analiza que los documentos de la transacción reflejen las siguientes opciones de acciones correctivas y contractualmente obliguen a las partes de la transacción a implementar una de las opciones al perder elegibilidad:

- dar colateral - en concordancia con la sección *Metodología de Colateralización*;
- nombrar una contraparte de reemplazo que sea elegible para desempeñar el rol;
- obtener una garantía incondicional e irrevocable de las obligaciones dentro del contrato de derivados de una contraparte elegible en jurisdicciones donde la cláusula de revocación es ejecutable. Si la aplicabilidad de la cláusula de revocación no es clara, una garantía no protegerá la transacción contra un pago de terminación que se vence.

En opinión de Fitch, dar colateral es una acción correctiva clave para las exposiciones de derivados y una que puede ser ejecutada de manera creíble en un período corto de tiempo. Si dar colateral no está previsto en la documentación de la transacción, Fitch evaluaría el impacto en la estructura de la transacción de acuerdo con la sección *Ejemplos de Evaluación de Materialidad* de este informe.

Para el depósito de colateral, Fitch analiza que la documentación especifique que acciones correctivas se toman dentro de los 14 días naturales después de que la contraparte se vuelve inelegible.

Para el reemplazo o garantía, Fitch espera que la documentación especifique que las acciones correctivas se toman dentro de los 30 días calendario.

Para fines de colateralización, Fitch también espera que se firme y ejecute un anexo de soporte crediticio (CSA por sus siglas en inglés) o una documentación similar, y que se abran cuentas de colateral al momento del cierre de la transacción. Esto permite a la contraparte implementar los mecanismos de depósito de colateral dentro de los 14 días naturales después de volverse inelegible. La falta de una preparación adecuada, puede hacer difícil que el depósito del colateral tome efecto en este marco de tiempo. El reemplazo o nombramiento de un garante para estos derivados puede por lo regular, tomar más de 30 días naturales y algunas veces más de dos meses en experiencia de Fitch, por lo que es probable que la colateralización sea una opción viable únicamente tras la baja inicial de calificación (debajo de los niveles especificados en la columna *Sin Colateral* de la tabla 1). La agencia ha encontrado que las obligaciones en los documentos de transacción que requieren un reemplazo/garante en un período corto de tiempo rara vez han sido cumplidas y por lo tanto proporcionan un plazo adicional limitado.

Sin embargo, Fitch considera que el remplazo de contraparte, o el nombramiento de un garante, son las únicas opciones viables de largo plazo para una contraparte de derivados del tipo de continuación con una calidad crediticia en deterioro. El análisis de Fitch se basa en que las contrapartes lleven a cabo preparaciones al tiempo de dar colateral para cumplir con el lapso de 30 días naturales (dentro de la baja de calificación debajo de los niveles en la columna *Con colateral* de la tabla 1 aplicables).

Se espera que cualquier costo asociado con las acciones correctivas se cubra de manera que no resulte en pérdidas materiales para la transacción.

Cláusulas de Revocación (Flip)

Para mitigar el impacto de la falta de pagos de terminación adeudados del SPV (cuando el evento de terminación es causado por el incumplimiento o improductividad de la contraparte) dichas cantidades son por lo general pagadas en una posición junior en la prioridad de pagos de la transacción (subordinación de pagos) - esta estructura es llamada "cláusula flip" (cláusula de revocación).

Casos judiciales vinculados a la quiebra de Lehman Brothers cuestionaron la validez de la subordinación de los pagos de terminación. Estos casos han dado lugar a fallos de que dichas cláusulas no son aplicables en EUA, si bien han sido confirmadas como aplicables en las cortes de Inglaterra y Gales. La aplicabilidad en otras partes puede ser incierta, debido a la falta de un precedente legal. Cuando hay previsión legal insuficiente de que la "cláusula flip" es aplicable (ej. cuando la ley de EUA rija la "cláusula flip"), el riesgo puede ser mitigado por medio del reemplazo o cuando baje la calificación de la contraparte por debajo de las calificaciones mínimas especificadas para la nota relevante en Con Colateral- columna No Cláusula Flip en la figura 1. La aplicación de calificaciones mínimas más altas tiene como objetivo reducir el riesgo de que la contraparte incumpla antes de implementar un reemplazo.

Exposiciones Derivadas Excesivas

Las partes de transacción pueden incluir características inusuales (como saldos teóricos vinculados con montos de activo o nota pendientes, referencias a índices de tasa de interés no de mercado y opcionalidad adicional o condicionalidad) dentro de la derivada original para respaldar el perfil de flujo de efectivo de la transacción. El objetivo con esto es reducir el nivel de mejora crediticia requerida para soportar un nivel dado de la calificación. La inclusión de dichas características inusuales (esotéricas) afectará el costo y finalmente la capacidad de nombrar a una contraparte de reemplazo para entrar en el derivado en términos similares.

Ciertos aspectos de los derivados esotéricos pueden ser abordados dentro de la metodología de Fitch, y no son clasificados como excesivos. Por ejemplo, como se detalla en la *Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria: Derivative Addendum*, Fitch analizará que se proporcionen montos más altos de colateral cuando el derivado contiene un saldo garantizado teórico. Esto es para incrementar la probabilidad de que el monto colateral sea suficiente para fondear el costo de un reemplazo del derivado en el caso de que la contraparte original incumpla antes del nombramiento de un reemplazo.

La exposición excesiva a una contraparte que surja en un escenario en el que el derivado brinde un grado de soporte crediticio material a la transacción en lugar de simplemente eliminar el riesgo de tasa de interés u otro tipo de riesgos. Las partes de la transacción pudieran estar motivadas a implementar dichas estructuras para reducir el nivel de mejora crediticia inicial requerido para soportar un nivel dado de calificación en las emisiones. Dichas estructuras tendrían una parte derivada de pago (*pay leg*) que es desproporcionalmente generosa respecto a la transacción en comparación con la parte de recibo, con base a las expectativas de tasa de mercado al cierre.

Una valuación a valor de mercado que es significativamente mayor que cero al cierre, se considerará como una indicación de una exposición excesiva. Después del cierre, el valor de mercado variará de manera natural con los movimientos de la tasa del mercado, por lo que la prueba no es aplicable después del cierre. En el escenario en el que una contraparte derivada “salte a incumplimiento”, las calificaciones del bono pueden ser afectadas desproporcionalmente cuando la exposición subyacente es excesiva, mientras que los costos de reemplazo de dicho swap también aumentarán.

Cuando se identifica que hay derivados proporcionando un soporte excesivo a una transacción, Fitch puede dar crédito limitado a dicho soporte en su análisis de los flujos de efectivo de la transacción (con base a que el swap de reemplazo pueda ser únicamente obtenido en términos que sean de menos soporte de los flujos de efectivo de la transacción). Fitch, podrá alternativamente limitar la calificación del bono a la calificación de la contraparte derivada cuando las características inusuales reducen la probabilidad de reemplazo.

Contrapartes de Soporte Indirecto

Las contrapartes de soporte indirecto son aquellas que realizan roles secundarios, aunque muchas veces cruciales, para la transacción. Estas incluyen todas las funciones que no son parte del soporte directo o de categorías derivadas superiores y en particular:

- Cuentas de cobranza;
- Agentes de pago y de cálculo; y
- Administradores y fideicomisarios que no brindan soporte crediticio.

Las calificaciones mínimas mostradas en la tabla 1 no son aplicables a entidades que actúan como contrapartes de soporte indirecto. Si bien se espera que las contrapartes de soporte indirecto tengan capacidades operativas adecuadas, las calificaciones mínimas serán evaluadas considerando las características de la exposición y la presencia de otros mitigantes estructurales dentro de cada transacción. Sin embargo, cuando la estructura de transacción depende de la calificación de una contraparte de soporte indirecto, entonces se espera que rangos mínimos sean aplicados, de acuerdo a como se especifica en esta sección.

Cuentas de cobranza

Los tenedores de notas pueden estar expuestos a riesgo de mezcla/confusión y/o riesgo de interrupción de pago (PIR) en las transacciones en donde los fondos son inicialmente recibidos en

la cuenta bancaria del vendedor/administrador/originador es decir, cuenta de cobranza) antes de ser transferido a la cuenta emisora.

Commingling Risk (Riesgo de Mezcla/confusión)

El riesgo de mezcla/confusión es la pérdida potencial para la transacción que resulta de la pérdida de fondos que se tienen en la cuenta bancaria utilizada para recibir cobranza al momento del incumplimiento ya sea del tenedor de la cuenta bancaria de cobranza (por ejemplo, el vendedor/originador/administrador) o el banco en donde dicha cuenta bancaria está abierta.

Fitch considera la materialidad del riesgo de mezcla al momento de determinar los criterios de elegibilidad que aplicarán para las cuentas bancarias de cobranza. La materialidad está basada en las siguientes tres categorías; factores clave de calificación, factores secundarios de calificación y riesgo no material. La evaluación está basada en la exposición a mezcla potencial así como la habilidad de la transacción para mantener pagos puntuales sobre las notas al momento de pérdida de fondos mezclados. El riesgo de mezcla debe ser un factor de riesgo secundario para la mayoría de las transacciones. Fitch ve el riesgo de mezcla como no material si los pagos son transferidos a las cuentas del emisor dentro de dos días hábiles.

Figura 4

SF Categorías de Riesgo de Mezcla/Confusión

Categoría de riesgo	Aplicado a las transacciones con cualquiera de las siguientes características	Mitigante del riesgo														
Factor clave de calificación	Transacciones que transfieren los fondos cobrados a la cuenta del emisor menos frecuentemente que una vez al mes. o Transacciones con un plazo original, promedio ponderado, de activo de menos de dos años. o Transacciones sin protección adecuada para PIR (ver <i>Riesgo de Interrupción de Pago</i> a continuación) al ocurrir una pérdida de fondos de cuenta de cobranza.	Implementar acciones como se detalla en la sección <i>Medidas Correctivas para Exposición de mezcla</i> a la pérdida de: <table border="1" style="margin-left: 20px;"> <thead> <tr> <th>Calificación de la nota más alta</th> <th>Calificación mínima de contraparte – riesgo clave</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>AAAsf</td><td>A o F1</td></tr> <tr><td>AAsf</td><td>A- o F1</td></tr> <tr><td>Asf</td><td>BBB o F2</td></tr> <tr><td>BBBsf</td><td>BBB- o F3</td></tr> <tr><td>BBsf</td><td>Calificación de Nota</td></tr> <tr><td>Bsf</td><td>Calificación de Nota</td></tr> </tbody> </table>	Calificación de la nota más alta	Calificación mínima de contraparte – riesgo clave	AAAsf	A o F1	AAsf	A- o F1	Asf	BBB o F2	BBBsf	BBB- o F3	BBsf	Calificación de Nota	Bsf	Calificación de Nota
Calificación de la nota más alta	Calificación mínima de contraparte – riesgo clave															
AAAsf	A o F1															
AAsf	A- o F1															
Asf	BBB o F2															
BBBsf	BBB- o F3															
BBsf	Calificación de Nota															
Bsf	Calificación de Nota															
Factor de riesgo secundario	Las transacciones que transfieren los fondos cobrados al emisor por lo menos una vez al mes (en la medida en que el plazo original, promedio ponderado, de los activos original sea de dos años o más y haya protección adecuada contra PIR al ocurrir una pérdida de fondos de cuenta de cobranza).	Implementar acciones como se detalla en la sección <i>Medidas Correctivas para Exposición de mezcla</i> a la pérdida de: <table border="1" style="margin-left: 20px;"> <thead> <tr> <th>Calificación de la nota más alta</th> <th>Calificación mínima de contraparte – riesgo secundario</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>AAAsf</td><td>BBB o F2</td></tr> <tr><td>AAsf</td><td>BBB o F2</td></tr> <tr><td>Asf</td><td>BBB o F2</td></tr> <tr><td>BBBsf</td><td>BBB- o F3</td></tr> <tr><td>BBsf</td><td>Calificación de Nota</td></tr> <tr><td>Bsf</td><td>Calificación de Nota</td></tr> </tbody> </table>	Calificación de la nota más alta	Calificación mínima de contraparte – riesgo secundario	AAAsf	BBB o F2	AAsf	BBB o F2	Asf	BBB o F2	BBBsf	BBB- o F3	BBsf	Calificación de Nota	Bsf	Calificación de Nota
Calificación de la nota más alta	Calificación mínima de contraparte – riesgo secundario															
AAAsf	BBB o F2															
AAsf	BBB o F2															
Asf	BBB o F2															
BBBsf	BBB- o F3															
BBsf	Calificación de Nota															
Bsf	Calificación de Nota															
Factor de riesgo no material	Transacciones que transfieren los fondos cobrados al emisor dentro de dos días hábiles (a pesar del plazo de activo y consideraciones PIR). Las transacciones que tienen disposiciones legales específicas y ejecutables, que hacen que el riesgo de mezcla sea remoto (vea siguiente párrafo).	No se esperan medidas. El riesgo a la transacción es visto como no material.														

Fuente: Fitch

Algunas jurisdicciones permiten la creación de estructuras de cuenta de cobranza que, al ser adecuadamente ejecutadas, aíslan de la insolvencia del administrador fondos que se tienen en nombre del administrador hacia la cuenta bancaria de cobranza. Si, en tales casos, el confort legal suficiente con respecto a la ejecutabilidad de los acuerdos respecto a la cuenta de cobranza es proporcionado, entonces Fitch vería esta estructura como un mitigante suficiente para el riesgo de mezcla que surge del incumplimiento del administrador. Fitch considera que éste es el caso en Australia y el Reino Unido (cuando el emisor se beneficia de una declaración de fideicomiso adecuadamente ejecutada) y en Francia (cuando dichas estructuras sean nombradas cuentas especialmente dedicadas). Dichas estructuras no protegen fondos de la insolvencia del banco que tiene la cuenta bancaria de cobranza y Fitch en consecuencia se basa en acciones correctivas en línea con estos criterios para mitigar el riesgo hacia la cuenta bancaria de cobranza.

Medidas Correctivas para Exposición de Mezcla/Confusión

Las medidas correctivas dentro de la documentación de la transacción pueden incluir lo siguiente a fin de mitigar la exposición crediticia al tenedor de la cuenta de cobranza (por ejemplo, el vendedor/originador/administrador) y al banco en donde está domiciliada la cuenta bancaria de cobranza:

- Obtener una garantía elegible para los montos que se mezclan;
- Reemplazo por una contraparte de reemplazo elegible;
- Redirección de cobranzas a las cuentas del banco emisor dentro de dos días hábiles;
- Proporcionar mitigantes estructurales adecuados (ver a continuación).

Bajo la perspectiva de Fitch, la mezcla puede ser mitigada a través de acciones correctivas estructurales, tales como redireccionar cobranzas a una cuenta bancaria del emisor dentro de dos días o proporcionar reservas de efectivo u otros activos. Se espera que estas acciones sean aplicadas dentro de 14 días calendario a que la contraparte pierda elegibilidad (o dentro de 60 días cuando la calificación de contraparte mínima se fije en 'AA-' o 'F1+'). Después de la aplicación de estas acciones correctivas estructurales, la documentación puede incluir obligaciones para implementar un reemplazo o garantía.

Cuando el riesgo de mezcla es mitigado a través de mitigantes estructurales tales como, proporcionar reservas de efectivo⁷ u otros activos (netos de pérdidas esperadas) éstos estarán disponibles para reembolsar la estructura para cualquiera de las pérdidas incurridas. Fitch evaluará el tamaño de la protección disponible contra su expectativa de pérdidas potenciales (ver abajo).

⁷ Una reserva de efectivo que también puede ser retirada para cubrir pérdidas de activos podría no estar disponible para cubrir riesgo de mezcla si ha sido previamente vaciada debido a un desempeño de activos deficiente. Por favor refiérase a la Sección de Riesgo de Interrupción de Pago para detalles sobre la prueba del instrumento.

Dimensión de la Exposición de mezcla

Fitch ve la longitud de la exposición de mezcla igual a la frecuencia de fondos cobrados que fueron transferidos a las cuentas del emisor (por ejemplo, un mes si la transferencia ocurre una vez al mes). La exposición de mezcla está calculada como sigue por un período de un mes y luego adaptada a la longitud de la exposición de mezcla (por ejemplo multiplicada por 0.5 para transacciones que transfieren fondos dos veces al mes)⁸:

- Nueva emisión: La exposición a mezcla de un mes equivale a:
 - a. El promedio mensual del siguiente cálculo para los primeros 12 meses de la transacción (excepto aquellos meses con pagos únicos o tenencias de plazo corto usualmente altas o bajas serán excluidas del cálculo promedio). Si un mes es excluido, por ejemplo, el promedio de los primeros 13 meses sin ese mes será utilizado.
 - b. Las cobranzas principales agendadas basadas en un calendario de amortización del portafolio de la transacción; más
 - c. Montos pre-pagados esperados basados en pre-pagos históricos proporcionados por el originador; más
 - d. Pagos de intereses agendados basados en el calendario de amortización del portafolio ajustados por pre-pagos aplicados dentro del cálculo. Fitch aplicará la más alta de sus tasas de equilibrio y la tasa actual recibida en el portafolio para pagos de intereses que son calculados con base en una tasa flotante; menos
 - e. Las pérdidas de activo estresado cuando son vistas como material (ejemplo: exposición de mezcla estimada de 5% puede ajustarse por pérdidas de activo del 20% al 4%)
- Seguimiento: La exposición de mezcla de un mes iguala a:
 - La exposición de mezcla calculada para nueva emisión combinada con una revisión de plausibilidad contra el administrador que reporta o
 - La exposición de mezcla de la revisión previa, reajustada por amortización de activos ya que esa revisión (aplicada al monto mezclado absoluto) y referenciados contra las cobranzas del período de pago más reciente como se muestra en el reporte del administrador. Los pagos únicos que ocasionan saltos en los registros (tal como pagos tipo globo agrupado (clustered balloon) o un único pago a vencimiento) o reducciones deben ser eliminados al referenciarlos. Si se observan diferencias materiales, la exposición de mezcla de un mes deberá ajustarse.

Si no se colocan suficientes mitigantes para proteger la transacción, Fitch deducirá el componente de principal (por ejemplo incisos a a c en el recuadro de texto) de la exposición de mezcla en su modelo de flujo de efectivo del saldo de activos al comienzo de la proyección. En clases de activos en las que ningún modelo de flujo de efectivo es utilizado, la exposición de mezcla (por ejemplo los artículos a a e en el recuadro de texto) serán considerados en el modelo del activo. Para evaluar la cobertura de reservas de efectivo dedicadas exclusivamente a la pérdida de mezcla, Fitch utilizará la exposición de mezcla calculada anteriormente sin el ajuste de pérdida (por ejemplo artículos a a d en el recuadro de texto) para probar por cobertura total.

⁸ Fitch aplica un múltiplo a la exposición de mezcla de un mes si la fecha de transferencia es de más de una semana después del final del período de cobranza. El múltiplo está basado en el número de días adicionales en el período de tenencia más allá de una semana, la cual es entonces calculada como un porcentaje de un mes de 30.5 días. Sin embargo, si la fecha de transferencia es un mes (o más) después del final del período de cobranza, entonces la exposición de la mezcla será vista para incluir uno (o más) meses adicionales.

Riesgo de Interrupción de Pago

PIR es el riesgo del emisor de no tener los fondos necesarios para cumplir pagos a tiempo debido a la interrupción en el proceso de cobranza.

El análisis PIR de Fitch considera si la transacción puede mantener pagos puntuales a los tenedores de notas después de una interrupción al proceso de cobranza. La longitud del período de interrupción asumido en el análisis de Fitch depende de los acuerdos de la transacción específica (por ejemplo, la frecuencia de la transferencia de fondos a una cuenta bancaria elegible; método de pago del deudor) y el marco legal. Ambos influyen la capacidad de la transacción para cambiar acuerdos de pago de los activos subyacentes. Fitch asume un período de tiempo de lo más largo de tres meses y un período de un pago. Sin embargo, Fitch considerará períodos de tiempo más cortos o largos para jurisdicciones o sectores específicos, dependiendo en los precedentes de cambios de administrador (y si un contrato acuerdo de reemplazo pre-establecido ya existe en el cierre de la transacción) o si la notificación del deudor puede ocurrir en períodos más cortos. Mayores detalles acerca de cómo las obligaciones de mantenimiento contractuales y las disposiciones de reemplazo pueden afectar el análisis de PIR están detallados en el *Apéndice 1 – Riesgo de Continuidad del Administrador en Finanzas Estructuradas*.

Fitch ve la calificación de la nota cuando analiza PIR a menos que la interrupción del pago sea mitigada por disposiciones legales específicas y ejecutables (y Fitch no tiene evidencia de lo contrario).

Figure 5

Mitigantes de Interrupción de Pago por Categoría de Calificación

Categoría de Calificación de Nota ⁹	Medida de mitigación esperada
AAA sf y Aa sf	<ul style="list-style-type: none"> • Liquidez preparada que cubre el período de interrupción esperado (incluyendo anticipos por un administrador o administrador maestro elegible o fiduciario), o • Ambos el administrador y el banco en donde está abierta la cuenta bancaria de cobranza son contrapartes elegibles con detonantes por lo menos tan altos como en la Figura 1 (Sin columna de Colateral) y acciones correctivas para contrapartes de soporte directo en línea con estos criterios, están documentados
Asf y debajo	<p>Las medidas aplicables a las calificaciones 'AAA sf' y 'AAs sf' ratings o:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Las preocupaciones operacionales son minimizadas toda vez que las cobranzas son transferidas de cuentas de cobranza dedicadas a las cuentas del emisor rápidamente (por ejemplo dentro de dos días hábiles) y tanto el tenedor de la cuenta de cobranza y el proveedor de la cuenta son bancos regulados (domiciliados en los mercados desarrollados), y • La diferencia entre la Calificación LT del banco donde fue abierta la cuenta bancaria de cobranza y la calificación de la nota SF no es de más de cinco niveles, en el entendido de que la Calificación LT del banco en donde fue abierta la cuenta de cobranza es por lo menos 'BB-'.

Fuente: Fitch

Un enfoque de caso por caso será adoptado por contrapartes calificadas en la categoría 'B' o no calificadas por Fitch o basadas en mercados no desarrollados en los que las calificaciones de Fitch están topadas a la categoría 'BBB sf' o debajo. Fitch observará el ambiente legal, la posición de la contraparte en su Mercado respectivo y las calificaciones por otras agencias de calificación reconocidas internacionalmente; la agencia divulgará el enfoque aplicado en el sector específico o criterios a medida o reporte de transacción. En algunos casos raros un banco calificado de manera

⁹ Ver los *Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas Globales* para el enfoque de Fitch sobre la prorrogabilidad de notas.

baja puede estar bajo resolución y un resultado positivo por sus operaciones de administración y cobranza puede ser inminente (y el "buen banco" resultado puede ser mejorado pronto después de que la resolución esté finalizada). En este caso, dicha institución puede soportar una nota de grado de inversión si Fitch considera que una interrupción operacional durante la resolución es extremadamente poco probable. En el otro extremo, incertidumbre alrededor de la viabilidad de un banco reflejada en sus bajas calificaciones, puede exponer notas SF a PIR.

En todas las circunstancias, el escrutinio de los factores económicos de los mandatos de la administración y deberes de cobranza es igualmente importante. En las transacciones de finanzas estructuradas, es común el que las instituciones financieras proporcionen soporte operativo a cambio de honorarios mínimos (ej. Cuando la misma entidad está involucrada en la originación, estructuración o cobertura) o de ningún honorario (cuando el objetivo de la emisión es obtener fondeo a través de las líneas reportos de los bancos centrales) Fitch supondrá la comisión de administración como se detalla en el reporte de criterios del sector específico respectivo o en el reporte de criterios a la medida (en un escenario de calificación 'Bsf' cuando se especifica) para analizar los acuerdos.

Mitigantes Estructurales Contra el Riesgo de Interrupción de Pago

PIR puede ser mitigado por lo siguiente (cuando existe un administrador de efectivo o agente pagador que es independiente del administrador relevante y puede utilizar los fondos para el pago de notas): reservas de efectivo adicionales, un instrumento de liquidez de una contraparte elegible o anticipos de un administrador/administrador maestro elegible o de un fiduciario.

Fitch determinará¹⁰ el monto de liquidez necesario para el período de interrupción (por ejemplo generalmente lo más largo de tres meses o período de un pago, ver página previa) al calcular la suma de:

- Costos senior totales (la comisión del administrador como se detalla en el sector específico respectivo o en el reporte de criterios a la medida (en un escenario de calificación 'Bsf' cuando se especifique),
- Pagos de swap netos,
- Pagos de intereses senior (para notas calificadas 'AAAsf' y/o en la categoría 'AAsf', porque Fitch espera pago puntual de estas calificaciones sin importar si los intereses son diferibles, y/o otras notas por las cuales el incumplimiento de pago de intereses constituye un evento de incumplimiento) y
- Cualesquier pagos de principal sensibles al tiempo que se venzan durante el período de interrupción.

Fitch calculará la tasa flotante de los pagos de swap netos y los pagos de intereses senior basados en el máximo de la tasa de intereses de referencia actual de las notas y la tasa de equilibrio como se especifica en el reporte *Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria*. Para reservas dinámicas (las reservas que son periódicamente ajustadas para reflejar los pagos esperados listados a continuación), calcular pagos de intereses basados en la tasa de interés de referencia actual es usualmente suficiente, dado que un ambiente de tasa de interés

¹⁰ Esta prueba es desempeñada para evaluar la protección esperada como resultado del PIR. Los instrumentos de liquidez disponibles o las reservas de efectivo en transacciones SF también son probadas contra los estreses de la tasa de interés más alta de Fitch para establecer si los costos prioritarios puntuales oportunamente pagan intereses para 'AAAsf', 'AAsf' y (típicamente) las notas prioritarias en circulación pueden ser asumidas. Ver la *Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas Globales* para el enfoque de Fitch sobre prorrogabilidad.

creciente es protegido por las disposiciones de recalibración en curso (*ongoing top-up provisions*) bajo el contrato de reserva.

Para reservas de liquidez no amortizables o reservas de liquidez amortizables donde el monto objetivo aumenta o permanece estable como porcentaje del saldo de las notas en circulación, Fitch realizará un análisis de tipo punto-en-el-tiempo para probar la cobertura total del monto calculado anterior. Esta evaluación será aplicada para nuevas calificaciones o cuando el enfoque en estos criterios sea primero aplicado y no se repita en revisiones futuras si la tasa de interés real no está por encima de la tasa de equilibrio.

Para reservas de liquidez amortizables en las cuales el monto objetivo disminuye como un porcentaje del saldo de notas en circulación, Fitch desempeñará una evaluación de caso por caso, dependiendo en las características de amortización de la reserva, para probar cobertura total sobre el tiempo de vida de la transacción.

Si una reserva de efectivo también puede ser dispuesta para cubrir pérdidas de activos¹¹ podría no estar disponible para cubrir riesgo de PIR si ha sido previamente reducido por desempeño de activo deficiente. Para este tipo de reserva y durante revisiones de investigación únicamente, Fitch evaluará la cobertura total de la interrupción de pago utilizando el monto de reserva actual junto con una evaluación de su cobertura sostenible en el corto a mediano plazo (en la mayoría de los casos dos a tres años) a la luz del desempeño de la transacción, margen excesivo disponible y otras fuentes de liquidez.

Agentes de Pago y Cálculo, Agentes de Administración de Efectivo

Esta sección cubre las partes operativas de la transacción responsables de calcular las distribuciones en las fechas de pago (agente de cálculo), la distribución de los fondos a los tenedores (agente de pago) y/o administrar las inversiones de efectivo de corto plazo entre los períodos de pago (administrador de efectivo). Estos roles se realizan por una sola entidad para muchas transacciones, pero el título de los roles involucrados puede variar significativamente entre jurisdicciones y clases de activo. Regularmente los roles pueden también realizarse por otra entidad de transacción, como el banco emisor de cuenta de cobranza.

Generalmente, la exposición de la contraparte para estas entidades está caracterizada por riesgo operacional, más que por riesgo crediticio. Aunque estas contrapartes realicen funciones secundarias la ausencia de estas entidades puede conducir a una disrupción operacional que puede resultar en el peor de los casos en pagos cupón no hechos. Los agentes de pago algunas veces retienen fondos por un período muy corto (usualmente uno o dos días); las transferencias del mismo día podrían ser preferibles y proporcionar una exposición muy limitada a un agente de pago (ver *Riesgo de Mezcla*).

El análisis de Fitch se basa en que dichos roles sean realizados por contrapartes que tienen una extensa experiencia y una trayectoria probada en las funciones que están realizando. Para la mayoría de estos roles, no hay exposición crediticia real y Fitch no espera un nivel de capacidad crediticia específico en forma de calificación de contraparte mínima para dichos roles de agente de soporte.

¹¹ Para transacciones en las que la mejora crediticia entera está en forma de efectivo, el modelo de flujo de efectivo será utilizado para evaluar si el efectivo disponible es suficiente para cubrir PIR durante la vida de la transacción asumiendo un estrés 'Bsf'.

Fitch considera que la documentación de la transacción especificará los cursos de acción a tomarse y qué entidad debe tomarlos si una de las contrapartes secundarias cesa de realizar su función.

Si pocas contrapartes alternativas están disponibles para el rol específico en el mercado relevante o clase de activo, o el rol es particularmente complejo. Fitch esperaría mitigantes más específicos en base a cada caso, lo que puede incluir acuerdos de respaldo.

Custodios y Fideicomisarios del Valor

El rol de un custodio o fideicomisario del valor es mantener el colateral de la transacción en fideicomiso para el uso y beneficio de los tenedores de deuda presentes y futuros, y otras partes aseguradas. Las tareas exactas de un custodio o un fideicomisario del valor pueden variar de acuerdo a la transacción. Fitch asume que los acuerdos de custodia y seguridad serán aplicables en caso de insolvencia sin interrupción, moratoria o que los acuerdos del custodio o el fideicomisario del valor especifiquen que los activos de la transacción son propiedad del SPV y no del custodio o fideicomisario del valor.

En casos en donde la provisión legal no puede proporcionarse, o no sea factible en la jurisdicción particular, Fitch considerará al custodio o fideicomisario del valor como una contraparte de soporte directo y esperará los arreglos mitigantes correspondientes.

Exposición de Compensación (set-off) del Originador

Los riesgos de compensación ocurren si los emisores subyacentes tienen el derecho de “compensar” sus obligaciones de pago sobre cualquier depósito y otras obligaciones adeudadas a ellos por el vendedor/originador.

El grado de compensación (set-off) varía entre jurisdicciones, clases de activo y estructuras de transacción. En algunos casos, la compensación puede acumularse en montos substanciales, por ejemplo si los acreditados deben pagar solo intereses y ahorran para el repago mediante depósitos con la misma institución. En caso de incumplimiento o insolvencia del banco originador, dependiendo del rol de cualquier esquema de garantía de depósito (DGS por sus siglas en inglés) y de las circunstancias legales, el acreditado puede reclamar una compensación o reducción del monto a pagar que reducirá efectivamente el monto del dinero adeudado a la bursatilización de la transacción. La transacción pudiera estar expuesta a un déficit en dichas circunstancias.

Cuando un DGS compensa adecuadamente por la pérdida de depósitos en una situación de incumplimiento o insolvencia bancaria, entonces no se espera que surja un riesgo de compensación. La capacidad de un DGS de mitigar el riesgo de compensación de depósito depende de: (i) la medida en la que los emisores/depositarios son elegibles para protección bajo el DGS aplicable, ej. Individuos versus corporativos, (ii) si se espera que el DGS aplique la compensación antes del reembolso de los depósitos, es decir, pago bruto o neto, (iii) el tamaño de los depósitos individuales en relación a los límites de pago individual, ej. EUR100,000 por depositante, y (iv) la capacidad financiera del DGS, tomando en cuenta sus propios fondos y la propensión del soporte del soberano.

Muchos DGS tienen fondeo limitado, y por lo tanto dependen del soporte del soberano para cumplir cualquier pago significativo. Finalmente, la protección de los depositarios depende de la voluntad política y la capacidad financiera del soberano relevante. Alternativamente, la exposición de compensación puede ser mitigada a través de una estructura legal específica o puede no surgir debido las especificaciones de la ley. Incluso cuando la ley ordene que la compensación (set-off) no es válida, esto no cambia el hecho de que un mayor incumplimiento del acreditado puede

ocurrir si los depósitos se pierden. Por ejemplo, los depósitos mantenidos con el originador pueden haber sido ahorrados con el fin de pagar el crédito hipotecario. Además, la pérdida de depósitos puede afectar adversamente el comportamiento de pago del acreditado, lo que puede agregar estrés a la liquidez de la transacción.

Dado a que las características de la compensación son específicas su jurisdicción, su mitigación se aborda en base a cada caso, dependiendo de las provisiones de la ley local, las características específicas de la exposición de compensación y la fortaleza crediticia del originador mismo. Cuando la exposición de compensación material puede surgir sin mitigación legal, Fitch analizará que se incorporen mitigantes en la documentación de la transacción. Se esperará que una contraparte elegible documente las acciones correctivas, las cuales deberán ser implementadas dentro de los 14 días naturales después de que la contraparte se vuelve inelegible si se utilizará colateral (el cual puede ser el caso para reservas de compensación), de otra forma dentro de los 30 días naturales. Acciones correctivas incluyen:

- Encontrar un garante elegible para los montos expuestos al riesgo de compensación (set-off); o
- Proporcionar una reserva dinámica de compensación con una institución elegible para cubrir cualquier posible déficit que podría surgir de fondos expuestos a la compensación.

En la mayoría de las jurisdicciones, la notificación de un acreditado determinaría el monto a pagar reduciendo la exposición dinámica natural. Fitch asumirá que los acuerdos realizados serán ejecutables, a menos que exista evidencia de lo contrario.

Cuando existe una exposición de compensación significativa hacia una contraparte inelegible sin mitigación legal, se espera la implementación de acción correctiva del cierre de la transacción, usualmente en la forma de una reserva de una compensación dinámica. Alternativamente, para abordar el riesgo de compensación esperado al cierre de la transacción, puede ser incluida en transacciones una mejora crediticia complementaria que Fitch evaluará si es suficiente para soportar una determinada calificación de nota. Sin embargo, dada la naturaleza dinámica del riesgo de compensación, esto no será factible en todos los casos.

Otras Consideraciones

Capacidad de la Contraparte, Documentación y Consideraciones Operacionales.

Arreglo de colateral y supuestos de reemplazo están basados en el supuesto general de que, en última instancia en que el nombramiento de una contraparte de reemplazo es posible. Fitch siempre analizará si la documentación de la transacción proporcione claridad en los siguientes aspectos:

- Los procesos a seguir si la contraparte se vuelve inelegible, lo que en última instancia podría conducir al nombramiento de una contraparte de reemplazo. Esto incluye la especificación de la parte que es responsable de encontrar un reemplazo. En primera instancia, dicha responsabilidad recae por lo general en la contraparte original, pero se espera que una parte alternativa se especifique en caso de que la parte original no sea capaz de reemplazarse así misma (por ejemplo, debido a incumplimiento antes de implementar el reemplazo).
- Los costos de cobertura que puedan surgir de las acciones correctivas. De nuevo, se espera que dichos costos recaigan sobre la contraparte inelegible.
- Particularmente, en el contexto de derivados complejos: el proceso de reemplazo que debe seguirse con una contraparte elegible en términos substancialmente iguales a los términos originales del contrato.

La parte asume ciertos roles y obligaciones al entrar a un rol de contraparte. Los contratos de derivados son únicos en cuanto a que pueden tomar una forma muy compleja, que hace que la supervisión continua y el desempeño del contrato requieran de experiencia operacional específica y también de la disponibilidad de sistemas y mecanismos de control de riesgos suficientes. Si bien, ambos pueden por lo general asumirse por contrapartes de derivados importantes, pueden convertirse en obstáculos para pequeños jugadores con experiencia limitada en el mercado de derivados.

En el caso de que Fitch considere que la contraparte propuesta no tenga la capacidad de cumplir la obligación, independientemente si la contraparte propuesta sea consistente en otros aspectos de la metodología de la agencia, la agencia no será capaz de asignar una calificación de grado de inversión a la transacción relacionada (o ninguna calificación).

Aplicación a las Calificaciones Nacionales

Los principios de esta metodología aplican a las escalas nacionales de calificaciones. Para referencias a Figura 1, la definición de Fitch de una contraparte elegible, se convertirá a una escala nacional usando la misma letra de escala. Por ejemplo, si un banco elegible para una transacción 'AAA (escala nacional)' por lo general estaría calificado en por lo menos 'A (escala nacional)' o 'F1 (escala nacional)'. Sin embargo, debido a la naturaleza específica de algunos mercados de escala nacional, la definición de una contraparte elegible, puede en algunos casos ser distinta a este principio, el tratamiento de Fitch será divulgado en los informes de metodología relevantes en relación al país involucrado.

Un mapeo exacto entre las escalas de calificación internacional y nacional puede no lograrse para las calificaciones de SF y CVB como consecuencia de este enfoque. Por ejemplo, una contraparte puede estar alineada con la metodología para la escala nacional, pero no con la metodología para una calificación en escala internacional. Como consecuencia, las calificaciones en escala internacional del bono pueden estar limitadas a la calificación en escala internacional de la contraparte, mientras que las calificaciones en escala nacional del bono podrían exceder la calificación en escala nacional de la contraparte.

Las consideraciones de poner un techo discutidas en estos criterios, por ejemplo para PIR, también aplican a calificaciones de escala nacional. Sin embargo, para niveles tope de calificación de escala nacional, Fitch considerará las calificaciones de escala internacional máximas alcanzables, las circunstancias específicas del país individual y su escala de calificaciones nacional, que difiere en naturaleza a la escala de calificaciones internacional.

Documentación Inconsistente con la Metodología

Fitch no es responsable de la reestructuración de las transacciones y determina su opinión de calificación en base a las estructuras presentadas. Fitch reconoce que no hay un sólo mitigante por el cual el riesgo de contraparte puede eliminarse por completo. En algunos casos, las estructuras no siguen las disposiciones de la metodología, o no lo hacen completamente. Esto puede ser al principio cuando la calificación es asignada inicialmente o puede ser durante la vida de la transacción, si se lleva a cabo una reestructura.

En ausencia de disposiciones consistentes con esta metodología, Fitch evaluaría lo siguiente.

- ¿La exposición de la contraparte es material para la calificación? La materialidad será evaluada mediante la sensibilidad de la calificación (por ejemplo, asumiendo que no hay cobertura (*hedge*) establecida para un proveedor de derivados inelegible o asumiendo la pérdida de los fondos depositados en una cuenta bancaria inelegible). En el caso de la

revisión de las transacciones existentes, los niveles de desempeño de la transacción y los niveles de mejora crediticia influenciarán esta evaluación.

- Cuando la documentación se adhiere parcialmente a la metodología, ¿qué tan material es la desviación a la luz de la estructura general de la transacción y los documentos de la misma? En los casos en los que la contraparte actual es calificada por Fitch y los detonantes de la calificación únicamente dejan de aplicar si Fitch ha retirado su calificación de la contraparte, la desviación no es vista como material.
- ¿Hay otros mitigantes estructurales que aborden suficientemente los riesgos de contraparte para las transacciones?

En el caso de que la exposición no sea material para el criterio de calificación, o existen otros mitigantes estructurales que proporcionen suficiente soporte a la transacción, las calificaciones por arriba del nivel de la contraparte pueden ser posibles.

En el caso de materialidad, Fitch puede aún ajustar la aplicación de estos criterios para reflejar los riesgos de una transacción específica. Dichos ajustes se llaman variaciones que se describen en *Variaciones de Criterios*.

Ejemplos de Evaluación de Materialidad

Esta sección incluye un número de ejemplos para aclarar qué factores Fitch consideraría en su evaluación de materialidad y su revelación de variación resultante, y qué impacto podría tener. La mayoría de los ejemplos se basan en transacciones calificadas utilizando una versión previa de la metodología de contraparte y ahora son analizadas utilizando la versión actual de la misma. Están destinados a ser indicativos únicamente, ya que la decisión final de calificación es tomada por un comité que considera todas las circunstancias específicas de la transacción además de aquellas descritas a continuación. Aspectos como la antigüedad de los activos subyacentes (*seasoning*) y la porción del notional calificado afectado (en el caso de derivados), será por ejemplo, considerado en esta evaluación.

Ausencia de Provisión de Colateral como Acción Correctiva

En opinión de Fitch, dar colateral es una acción correctiva clave para las exposiciones de derivados y una que puede ser ejecutada de manera creíble en un período corto de tiempo. Si la provisión de colateral no se prevé en la documentación de la transacción, la metodología de Fitch se sigue solo parcialmente y el análisis evaluaría la materialidad del derivado en las calificaciones. Sin embargo, el perfil crediticio resultante puede ser aún mejor que la vinculación directa a la calificación de la contraparte. Los ejemplos a continuación resumen los resultados de análisis de calificación más frecuentes cuando los arreglos de la transacción difieren de las expectativas descritas en esta metodología.

Swaps de tasa base: Cuando el interés de activos y pasivos es indexado a índices diferentes pero co-relacionados (ejemplo: Euribor de un mes versus Euribor de tres meses) o tienen una frecuencia de reajuste similar pero no exactamente coincidente (ejemplo: mensual versus trimestral), el riesgo resultante no es por lo general, el principal determinante en una transacción de finanzas estructuradas, y por lo tanto, incluso si nosotros asumimos que un swap de tasa base no puede reemplazarse fácilmente, las calificaciones de SF no estarían generalmente restringidas por la Calificación LT de la contraparte si el colateral no está previsto.

Swaps de Tasa de Interés: el riesgo de tasa de interés es normalmente más substancial que un riesgo de tasa base. Ejecutar un reemplazo o encontrar una garantía (en jurisdicciones en las que la cláusula flip es ejecutable) también podría ser complicado si el derivado contempla algún tipo de protección para el SPV emisor (ejemplo: cubrir pre-pago y/o riesgo de incumplimiento en los

activos). Por lo tanto, la incapacidad de dar colateral es adverso, pero el perfil crediticio resultante puede seguir siendo mejor que la vinculación a la calificación de la contraparte. Como consecuencia, un comité puede por ejemplo, concluir en algunos casos que una transacción de finanzas estructuradas podría estar calificada algunos escalones (*notches*) por arriba de la Calificación LT de la contraparte.

Swaps de divisas: en la experiencia de Fitch, el riesgo cambiario (FX risk) en las transacciones SF es raramente un determinante marginal de calificación. La ausencia de provisión de colateral para cubrir porciones significativas del activo calificado (*notional*) y cubriendo pre-pago y/o riesgo de incumplimiento sobre los activos es por lo tanto probable que conduzca a limitar a la Calificación de LT de la contraparte, o a una muy limitada alza de la Calificación LT de la contraparte.

Colateral Insuficiente

En situaciones donde las disposiciones de colateral documentadas darían lugar a menos colateral que es fijado que el que está en línea con los criterios actuales de Fitch, Fitch puede concluir que el colateral dado es suficiente para resistir un estrés de calificación más baja (ejemplo: un bono de finanzas estructuradas puede ser degradado pero aun así alcanzar calificaciones más altas que las de la Calificación LT del proveedor del derivado) o la mejora crediticia que sea logrado acumular desde la concepción de la transacción del acuerdo puede ser suficiente para resistir el estrés de calificación original, independientemente de la estructura de cobertura, en cuyo caso las calificaciones no estarían afectadas. En cualquier caso, Fitch considera que cuando hay algún colateral disponible para la transacción, el perfil crediticio resultante es mejor que una exposición de una contraparte no colateralizada y por lo tanto puede concluir que una transacción de finanzas estructuradas podría estar calificada algunos notches por arriba de la Calificación LT de la contraparte.

Inversiones Cualificadas Inconsistentes con la Metodología

Las inversiones cualificadas son utilizadas en transacciones como un repositorio de corto plazo, usualmente hasta la siguiente fecha de pago. Las Transacciones típicamente especifican un grupo de reglas de la forma en que la inversión será utilizada, y dada su naturaleza de corto plazo, dichas inversiones son estandarizadas. Cuando la definición de la inversión cualificada en la documentación de la transacción no sea completamente consistente con la metodología de Fitch, el análisis de materialidad de la agencia considerará la exposición máxima en esa inversión, por el plazo de la inversión, así como las directrices documentadas para inversiones calificadas. Fitch probablemente considerará los siguientes escenarios como irrelevantes:

- Las inversiones calificadas pueden en cualquier momento de la vida de la transacción representar un monto irrelevante en comparación con la mejora crediticia disponible; Irrelevante en este contexto se aplica si la pérdida de esos fondos resultaría en una rebaja en las notas de SF hasta un notch, o
- Las inversiones tienen un plazo máximo de 90 días / un trimestre (por ejemplo, en transacciones de pago trimestrales) e incluyen provisiones de documentación que requieren una calificación crediticia de al menos otra agencia de calificación internacionalmente reconocida y aprobada por el regulador que sea equivalente a la calificación de corto plazo de Fitch de 'F1+' o 'AA-'

Plazo de Cura - Correctivo

Fitch considera que una extensión de los plazos de cura más allá de los especificados en esta metodología serán adversos, ya que un período más largo aumentará el deterioro de crédito de la contraparte en el tiempo provisional, y para plazos de 14/30 días excluir dicha exposición del

colchón de liquidez, medido de acuerdo a las disposiciones regulatorias (como el índice de cobertura de liquidez).

Cuando la exposición de la contraparte es material para la calificación de Fitch, es probable que incluso una contraparte elegible soporte únicamente niveles de calificación más bajos, en casos de exposición de contraparte substancial, las calificaciones serían posiblemente limitadas a la calificación de la contraparte. Un ejemplo es un banco que está obligado al reemplazo más allá del plazo de tiempo correctivo, retiene periódicamente fondos substanciales y es esencial para cumplir oportunamente con el pago a los tenedores, en este escenario, Fitch consideraría un límite en el bono de SF al nivel de la Calificación LT de la contraparte. El incumplimiento de un proveedor de colateral en efectivo con disposiciones de reemplazo similares, podría en cambio reducir la mejora crediticia disponible para el bono y resultar posiblemente en una baja de calificación, pero sin un límite directo en la Calificación LT de la contraparte.

No Acción Correctiva ante la Inelegibilidad de la Contraparte

Fitch analizará el impacto sobre la transacción si una contraparte pierde su elegibilidad, cambios legislativos que restrinjan la habilidad para cumplir las obligaciones contractuales o no toma una acción correctiva adecuada dentro del marco de tiempo aplicable Fitch esperaría que la contraparte prepare un plan correctivo detallado, para que Fitch pueda formarse una opinión sobre si la acción correctiva estará disponible en el corto plazo. Fitch evaluará la voluntad y la capacidad para cumplir las obligaciones contractuales mediante la revisión de los marcos de tiempo esperados, la identificación de posibles entidades de reemplazo y los términos principales de la transferencia (si son relevantes). En ausencia de una acción correctiva o un plan para resolver creíblemente la deficiencia en un marco de tiempo corto, Fitch pondrá en Observación Negativa (*Rating Watch Negative*) el bono posiblemente afectado mientras el impacto de calificación es analizado por completo. Fitch considerará las expectativas del comportamiento futuro de la contraparte así como la materialidad de la exposición.

Un supuesto clave de la metodología de contraparte es que las partes de la transacción tomarán acciones correctivas contractualmente obligadas al perder la elegibilidad. Al no tomar acción correctiva como contractualmente acordada, la contraparte pone en cuestión la medida en la que el desempeño y la calificación del bono pueden aislarse de la calificación de la contraparte y qué obligaciones contractuales las contrapartes mantendrán en el futuro. Fitch aplicará uno de los siguientes enfoques, dependiendo de los detalles de cualquier reestructuración y el tipo de exposición de la contraparte.

Transacciones Reestructuradas

Cuando las partes reestructuran una transacción con niveles más bajos para acción correctiva, Fitch considerará la medida en la que estos niveles se respetarán en el futuro, tomando en cuenta la motivación para la reestructura y los incentivos de las partes de la transacción. Cuando Fitch concluya que se espera que los rangos correctivos modificados sean observados, las calificaciones del bono serán consideradas los niveles más bajos en relación a la tabla 1 para las exposiciones relevantes. Cuando Fitch no espera que dichas disposiciones revisadas sean respetadas o la acción correctiva futura sea tomada, la transacción será analizada como si la reestructura no se hubiera llevado al cabo, de acuerdo a las siguientes secciones.

Exposiciones de la Contraparte de Derivados (Transacciones No Reestructuradas)

Es posible que una transacción pueda mantener pagos a los tenedores en la ausencia de una contraparte de derivados si el desajuste subyacente está limitado. Fitch analizará la capacidad de la transacción de mantener pagos a los tenedores, asumiendo incumplimiento y no reemplazo de

la contraparte de derivados. Dicho análisis incluiría exponer los flujos de efectivo de la transacción a estreses con respecto a las posiciones no cubiertas asumidas, tomando en cuenta las tasas del mercado actuales y los movimientos estresados futuros acorde al escenario de calificación. Incluso si un derivado tiene actualmente una valuación MtM de cero o negativo, esto no mitiga la exposición de la contraparte, debido al riesgo de movimientos de tasa futuros no cubiertos.

En el caso de una transacción con una exposición derivada muy limitada, ej. Un swap de tasa base, y niveles de mejora crediticia significativos, la exposición puede considerarse no material. Sin embargo, en otros casos, como tasa de interés fija/flotante o swaps de divisas, entonces es probable que el derivado sea material para la calificación global. Cuando la exposición de derivada es material para el análisis de calificación global, la calificación del bono será limitada a la más alta de: (i) la contraparte y (ii) la calificación que pueda ser soportada por los flujos de efectivo de la transacción en base no cubierta.

Contrapartes de Soporte Directo (Transacciones No Reestructuradas)

Fitch analizará la capacidad de la transacción a mantener los pagos a los tenedores, asumiendo que la contraparte de soporte directo no es reemplazada hasta después del incumplimiento. Para contrapartes de soporte directo sin exposición operacional, ej. Proveedores de instrumentos de liquidez, únicamente el primer paso a continuación, es aplicable. Para bancos que ostentan las cuentas de los emisores, los siguientes dos pasos serán aplicados (y la calificación de la nota está limitada a la calificación más baja implícita por los dos pasos).

Primeramente, para abordar las exposiciones crediticias de contrapartes, la calificación de la transacción será limitada a la más alta de: (i) la calificación de contraparte, y (ii) la calificación que puede ser soportada por los flujos de efectivo de la transacción asumiendo que los montos no fueron recibidos. Cuando la transacción tiene un alto grado de mejora crediticia, puede resistir la pérdida de dichos fondos sin bajas de calificación.

Segundo, para bancos en donde fueron abiertas las cuentas del emisor que son instituciones reguladas en mercados desarrollados, la calificación de nota será topada en lo más bajo de (i) 'A+' y (ii) cinco escalones por encima de la Calificación LT de dicho banco para abordar la exposición operacional en curso resultante de la falta de expectativas de reemplazo (ver *Riesgo de Interrupción de Pago*). Este límite se basa en el hecho de que la Calificación LT de un banco no considera directamente la posibilidad de una disrupción a las capacidades operativas de un banco; por lo tanto cuando la exposición es puramente operativa, Fitch considera que la transacción puede ser calificada más alto que la Calificación LT del banco. Sin embargo, se resalta que para este enfoque la calificación del bono ya no está aislada de la calificación de la contraparte, como se pretende para las calificaciones de SF.

Para calificaciones nuevas, Fitch basa su análisis en que el principio de aislamiento de contrapartes se mantenga. Por lo tanto, para que la transacción pueda soportar calificaciones que excedan la calificación del banco donde se recibirán los recursos, Fitch evaluará la medida en la que la estructura es consistente con la sección *Acciones Correctivas para Contrapartes de Soporte Directo*, los cuales junto con la tabla 1 de la metodología prevén un alza máxima de cinco notches por arriba del IDR mínimo del banco (para incluir las exposiciones crediticias y operativas).

Contrapartes de Soporte Indirecto (Transacciones No Reestructuradas)

Fitch analizará la exposición específica y la disponibilidad de otros mitigantes si la transacción no ha sido reestructurada. Esto podría ocurrir si los tenedores de notas han aprobado, ya sea renuncias o una modificación a las obligaciones contractuales existentes (por ejemplo una renuncia para que la cuenta de cobranza que no sea reemplazada dada una baja de calificación por debajo de 'A-' o 'F2' desde 'A' o 'F1' para una transacción calificada 'AAAsf'). Si dicha acción

resultó en un PIR no mitigado (y cuando un evento de diferimiento de intereses tendría un impacto material sobre las notas), las calificaciones de nota estarían vinculadas a las calificaciones de contraparte relevantes.

Fitch examinará las calificaciones tanto del titular de la cuenta de cobranza como del banco proveedor de la cuenta de cobranza cuando los roles se realicen por entidades distintas y el incumplimiento de cualquiera pudiera interrumpir las cobranzas. Cuando ambos roles son desempeñados por un mismo banco, las calificaciones de la estructura se limitarán en un número de notches por arriba de la calificación más baja de la contraparte para reflejar la exposición operacional continua (ver sección *Riesgo de Interrupción de Pago*). Cuando la continuidad de los flujos de efectivo está expuesta a una entidad no bancaria, y no existen otros mitigantes, entonces la calificación de la nota se limitará a la calificación de la contraparte para reflejar la exposición operacional no mitigada en curso.

Para evitar duda, las partes de la transacción pueden buscar contractualmente estipular acciones correctivas para transacciones calificadas en la categoría 'Asf' o menor, independientemente de las expectativas de Fitch. En aquellas instancias, la falta de corrección o cura será analizada de acuerdo con la sección *Riesgo de Interrupción de pago*.

Aspectos Específicos del Bono Cubierto

Esta sección resume los aspectos únicos de los programas CVB, que sustituyen ciertas etapas analíticas descritas en las secciones anteriores del reporte por conceptos analíticos que se describen en esta sección.

Si bien las calificaciones SF tienden a desvincularse del riesgo del originador y de la contraparte, la metodología de calificación para CVB de Fitch prevé explícitamente que una calificación CVB podría reducirse después de una baja de calificación del emisor, tal y como se describe en la *Metodología de Calificación de Bonos Cubiertos (Covered Bonds Rating Criteria)*. Para el análisis del riesgo de contraparte en CVB, Fitch aplica principios *ad hoc* que toman en cuenta que los CVB son instrumentos de deuda con doble recurso, principalmente para la institución financiera que emite los bonos, secundariamente, para el grupo de activos que están normalmente separados para el beneficio de los tenedores de CVB y contrapartes de derivadas privilegiadas.

- Soporte del Emisor - Fitch depende del hecho de que los programas CVB son dinámicos y los emisores pueden decidir aumentar la mejora y/o administrar directamente las exposiciones de contraparte para proteger a los inversionistas.
- CVB tiene un piso de calificación - los tenedores del CVB tienen un recurso pleno en contra de la institución financiera emisora, por lo que mientras el emisor sea solvente, pagará el CVB cuando se debe, independientemente del desempeño de los activos que le respaldan y las contrapartes. La calificación CVB es inherentemente vinculada a la del emisor y el piso de calificación CVB está representado por el IDR del emisor, ajustado por el alza del programa IDR (tal y como se define en la *Metodología de Calificación de Bonos Cubiertos*), a pesar de cualquier riesgo de contraparte.
- Análisis de Evento de Continuidad de Pagos (PCU) - Fitch analiza el riesgo de interrupción de pago en su evaluación de continuidad de pagos. Representa la opinión de la agencia sobre la probabilidad de que se cumplan los pagos puntuales de la CVB una vez que se haya ejecutado el recurso contra el fondo de cobertura. El principal motor de la UCP es la evaluación de los mecanismos de protección de la liquidez en los programas individuales, tal como se describe en el informe de Metodología de Calificación de los Bonos Cubiertos.

- Análisis de levantamiento de recuperación - Las calificaciones CVB de Fitch incorporan crédito a las recuperaciones del fondo de cobertura en caso de un incumplimiento de CVB. Este paso del análisis típicamente no es sensible al riesgo de contraparte, en contraposición a los programas que también son probados para el pago oportuno de CVB en los escenarios de calificación por encima del piso de la calificación. Como consecuencia, para los programas CVB, la columna de la izquierda de la Tabla 1 se refiere a la calificación evaluada en base a probabilidad de incumplimiento (PD, probability of default), en lugar de la calificación CVB asignada.
- Fitch diferencia entre las contrapartes externas e internas - CVB son obligaciones de recurso completo del emisor, por lo tanto, las contrapartes externas no relacionadas con el emisor brindan holgura adicional en comparación con las contrapartes internas. Fitch considera tanto la calidad crediticia del emisor como de la contraparte en relación a la calificación CVB, Ya que los inversores CVB sólo estarían expuestos a pérdidas de una contraparte en falta si el emisor también incumplió. Fitch aplica menos lineamientos a las contrapartes externas, en igualdad de condiciones.
- Emisores con Calificaciones Altas - para emisores calificados en un nivel alto en relación a la calificación CVB, tal y como se define en la tabla 9 de la *Metodología de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos*: Adenda de derivados, el análisis de Fitch depende del emisor para administrar la tasa de interés y/o desajustes de divisas entre los activos que respaldan la emisión y el CVB, y no estresa tasa de interés y/o desajustes de divisas no cubiertas (*unhedged*) en su análisis cuantitativo. Más detalles sobre el enfoque están disponibles en la sección *Highly Rated Issuers* calificados del *Derivative Addendum*.

Dependencia de CVB en Emisores CVB

CVB son instrumentos de deuda senior emitidos por instituciones financieras, referidos en esta sección como emisores, y asegurados por un grupo de activos. Los CVB totalmente colateralizados están por lo general, exentos de la herramienta de rescate interno (bail-in) en los regímenes de resolución de los bancos, como se refleja en la alza del IDR que Fitch asigna a los programas individuales. El IDR de la institución financiera, más el incremento al IDR, constituyen un piso de la calificación CVB. Fitch considera que el riesgo de contraparte se mitiga suficientemente en un escenario de estrés correspondiente al piso de calificación CVB. CVB puede calificarse por encima del nivel de calificación CVB con base en la probabilidad de incumplimiento (PD), si, entre otras cosas, existen disposiciones adecuadas para mitigar el riesgo de contraparte. En estos casos, la calificación máxima probada para el pago puntual será la calificación en línea con las calificaciones mínimas de la contraparte de la Tabla 1 (es decir, para una calificación máxima probada para el pago puntual en el rango 'AA' 'A-' o 'F1'). En situaciones específicas en las que se dispone de protección adecuada para absorber las pérdidas relacionadas con la contraparte (es decir, en forma de CO adicional), la calificación probada de la CVB con base en PD puede estar por encima de la calificación, de acuerdo con las clasificaciones mínimas de la contraparte de la Tabla 1.

Cuando un programa CVB se basa en contrapartes internas (el emisor actuando como contraparte), en vez de implementar arreglos de contraparte externa, Fitch cree que los inversionistas de CVB están más expuestos a un incumplimiento de emisor. En consecuencia, Fitch aplicará reglas menos estrictas a contrapartes externas (por ejemplo colateral para contrapartes de derivados externas y exposición excesiva de la cuenta bancaria) como se detalla en secciones específicas de este reporte y en los *Criterios de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Addendum Derivado*.

Los programas CVB son dinámicos, resultando en que cuando la calidad crediticia del emisor se deteriora, los emisores pueden -y por lo regular lo hacen- realizar ajustes al programa u OC, con el objetivo de mantener o soportar la calidad crediticia del CVB, dichos ajustes pueden incluir un cambio en los arreglos de contraparte. En esta evaluación del riesgo de contraparte, Fitch depende de la voluntad de los emisores de proteger a los inversionistas de un deterioro de la calidad crediticia de las contrapartes. La agencia supervisa regularmente los programas CVB, califica y revisa las modificaciones hechas por los emisores, tal y como se describe en esta metodología y en la *Metodología de Calificación para Bonos Cubiertos*.

Contrapartes de Soporte Directo e Indirecto de CVB

En muchos programas de CVB, los fondos del grupo de activos que soportan la transacción son por lo regular recibidos en la cuenta bancaria del emisor/administrador/originador (por ejemplo, cuenta de cobranza, una contraparte de soporte indirecto) antes de ser transferidos a la cuenta del programa (contraparte de soporte directo). En el caso de un incumplimiento del emisor, los tenedores de CVB pueden estar expuestos a pérdidas (es decir, *commingling risk*) y/o interrupción operativa (riesgo de interrupción de pago). Algunos programas también pueden designar contrapartes externas para tales funciones: un banco de cuentas de programa, un banco de cuentas de recaudación o ambos.

La exposición al banco de la cuenta de cobranza (riesgos de mezcla y de interrupción de pago) puede mitigarse si montos de efectivo pertenecientes al grupo de cobertura están eficazmente separados después de un incumplimiento del emisor. En la práctica, sin embargo, hay a menudo incertidumbre respecto a la segregación legal o contractual u operacional efectiva de los montos de efectivo.

En ausencia de una eficiente segregación de efectivo, el riesgo del banco de cuenta puede mitigarse al mantener un banco de cuenta congruente con la definición de una contraparte de soporte directo elegible relacionado a la calificación estresada del CVB en una base de PD (ver tabla 1), incluyendo disposiciones de contraparte documentadas. En la medida que un programa utilice a un tercero para actuar como el banco de cuenta de programa, pero al emisor para la cobranza, Fitch también evaluará el *commingling risk* relacionado con el banco de cuenta de cobranza.

Las disposiciones de contraparte documentadas incluyen: obtener una garantía elegible para los montos que se mezclan (*commingling*), o una contraparte elegible; o redirección de las cobranzas directamente a un banco de cuenta de cobranza elegible; o brindar mitigantes estructurales adecuados. Se espera que las opciones correctivas alrededor de los mitigantes estructurales se apliquen dentro del marco de tiempo establecido en esta metodología.

La determinación de la PCU, tal como se describe en Criterios de Valoración de los Bonos Cubiertos, tiene en cuenta la efectividad de los mecanismos de protección de liquidez del programa CVB para mitigar el riesgo de interrupción del pago. Fitch se basa en disposiciones adecuadas de contraparte para apoyar esos mecanismos de protección de la liquidez. Cuando las disposiciones de contraparte documentadas no están totalmente alineadas con los lineamientos descritos en esta metodología, en ausencia de tales disposiciones, Fitch limitará la calificación probada en una base de PD a la más alta de la calificación de acuerdo con las calificaciones mínimas de la contraparte de la tabla 1, o el nivel de calificación CVB.

En ausencia de disposiciones de contraparte documentadas o protección legal, Fitch se basa en la calificación de contraparte al evaluar pagos puntuales a tenedores de CVB. Una vez que la contraparte es degradada por debajo de los umbrales de calificación aplicables (ya sea en la Figura 1 o la tabla de riesgo de mezcla) relacionados a un escenario de PD y no es reemplazada,

la agencia probará la capacidad del programa CVB para mantener los pagos oportunos a los titulares de CVB.

Riesgo de Mezcla/Confusión

El riesgo de mezcla designa los fondos del portafolio de activos cubierto (*cover pool*) que están expuestos a pérdidas cuando los pagos cambian del emisor a dicho portafolio. Dependiendo de la estructura de los bonos cubiertos, las pérdidas de mezcla pueden relacionarse a distintos eventos: segregación no efectiva de cantidades en efectivo o cantidades cobradas que no son transferidas al banco que concentra cuentas del programa. La cantidad perdida será equivalente a la amortización del portafolio de activos cubierto que ocurre entre la última fecha cuando el nocional del portafolio de activos cubierto fue reportado o registrado y la fecha en que el emisor incumplió. La longitud de la exposición de mezcla será medida por el más corto entre la frecuencia de reporte, la frecuencia de activos que se inscriben en el registro portafolio de activos cubierto y la frecuencia de transferencia de los fondos cobrados a la cuenta bancaria del programa. Fitch evaluará la materialidad del riesgo de mezcla de acuerdo a la longitud de la exposición y clasificará el riesgo de mezcla en tres categorías:

Figura 6

Categorías de Riesgo de Mezcla/Confusión CVB

Categoría de riesgo	Definición	Medida mitigante														
Factor de riesgo clave	La longitud de la exposición de mezcla es mayor a un mes.	Implementar acciones como se detalla en la sección <i>Medidas Correctivas para Exposición de mezcla</i> a la pérdida de: <table border="1" style="margin-left: 20px;"> <thead> <tr> <th>Calificación CVB probada en una base PD</th> <th>Calificación mínima de contraparte – riesgo clave</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>A o F1</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>A- o F1</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>BBB o F2</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>BBB- o F3</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>Calificación de Nota</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>Calificación de Nota</td> </tr> </tbody> </table>	Calificación CVB probada en una base PD	Calificación mínima de contraparte – riesgo clave	AAA	A o F1	AA	A- o F1	A	BBB o F2	BBB	BBB- o F3	BB	Calificación de Nota	B	Calificación de Nota
Calificación CVB probada en una base PD	Calificación mínima de contraparte – riesgo clave															
AAA	A o F1															
AA	A- o F1															
A	BBB o F2															
BBB	BBB- o F3															
BB	Calificación de Nota															
B	Calificación de Nota															
Factor de riesgo secundario	La longitud de exposición de mezcla es un mes o menos.	Implementar acciones como se detalla en la sección <i>Medidas Correctivas para Exposición de mezcla</i> a la pérdida de: <table border="1" style="margin-left: 20px;"> <thead> <tr> <th>Calificación CVB sobre una base PD</th> <th>Calificación CP Mínima – riesgo secundario</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>BBB o F2</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>BBB o F2</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>BBB o F2</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>BBB- o F3</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>Calificación de Nota</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>Calificación de Nota</td> </tr> </tbody> </table>	Calificación CVB sobre una base PD	Calificación CP Mínima – riesgo secundario	AAA	BBB o F2	AA	BBB o F2	A	BBB o F2	BBB	BBB- o F3	BB	Calificación de Nota	B	Calificación de Nota
Calificación CVB sobre una base PD	Calificación CP Mínima – riesgo secundario															
AAA	BBB o F2															
AA	BBB o F2															
A	BBB o F2															
BBB	BBB- o F3															
BB	Calificación de Nota															
B	Calificación de Nota															
Factor de riesgo no material	La longitud de la exposición de mezcla es dos días hábiles o menor o Disposiciones legales específicas y ejecutables hacen el riesgo de perder flujos de efectivo de la cobertura de financiación conjunta remota (y Fitch no tiene evidencia de lo contrario).	No hay tratamiento propuesto. El riesgo para la transacción es visto como no material.														

Fuente: Fitch

Dimensionando el Riesgo de Mezcla

La cantidad mezclada/confundida es dimensionada sobre la longitud de la exposición. Los siguientes elementos serán calculados en el primer período después de la fecha de corte del portafolio y basada en el vector del notional de dicho portafolio escalado hacia abajo para que el OC coincida con el umbral de rentabilidad OC para la calificación asignada:

- i. Cobranzas principales calendarizadas del portafolio cubierto;
- ii. Los pre-pagos será calculado utilizando datos de pre-pagos históricos observados proporcionados por el emisor (en ausencia de datos históricos, el promedio entre los escenarios de pre-pago altos y bajos bajo los supuestos 'B');
- iii. Los pagos de intereses calendarizados ajustados por pre-pagos basados en el perfil de amortización del portafolio cubierto; en caso de activos con tasa de interés flotante, los pagos de intereses serán calculados utilizando la tasa de equilibrio de Fitch aplicable.

Medidas Correctivas para Exposición Combinada

El riesgo de mezcla/confusión puede ser mitigado mediante la transferencia oportuna de cobranzas al programa (cuando sea aplicable), y la provisión de efectivo u otros activos que se traducirá en OC adicional disponible al CVB, si el recurso cambia al portafolio cubierto. Fitch evalúa el tamaño de la protección disponible contra su expectativa de pérdidas potenciales. En ausencia de mitigantes adecuados o protección legal, Fitch se basa en la calificación de la contraparte cuando evalúa pagos puntuales a tenedores de bonos cubiertos. Una vez que la contraparte pierde elegibilidad, la agencia tomará la pérdida por mezcla/confusión cuando pruebe la capacidad del programa de bonos cubiertos para hacer pagos sobre una base puntual.

Cuando la agencia dimensiona para exposiciones por mezcla/confusión no mitigadas, la cantidad de la exposición no mitigada será agregada al nivel del umbral de equilibrio OC obtenido en su modelo de flujo de efectivo para programas CVB donde la calificación probada sobre una base PD está por encima del piso de calificación. Para programas calificados sobre la consideración de recuperaciones únicamente, ninguna exposición por mezcla/confusión será dimensionada.

Riesgo de Interrupción de Pago

Fitch considera que los pagos de CVB pueden continuar cumpliéndose oportunamente después de que se haya aplicado el recurso contra el fondo de cobertura, siempre que existan mecanismos satisfactorios de protección de la liquidez. Fitch considera que la liquidez es el principal impulsor de una transición sin problemas del emisor al fondo de cobertura como fuente de los pagos de intereses y capital del CVB; Por lo tanto, éste es normalmente el principal determinante de la UCP. Los mecanismos de liquidez de los pagos de capital se evalúan en el análisis de la UCP, tal como se detalla en los Metodología de Calificación de los Bonos Cubiertos

Para asignar una PCU por encima de cero muescas, Fitch cuenta con una protección efectiva para el pago oportuno de intereses la insolvencia del emisor puede interrumpir flujos de efectivo y puede conducir a un estrés de liquidez para el CVB. No pagar interés oportunamente, sujeto a un período de gracia, se consideraría un incumplimiento para el CVB afectado. En su evaluación de la UCP, Fitch analizará la protección de los pagos de intereses o los pagos de swap y los gastos senior, según se describe en la metodología de Calificación de los Bonos Cubiertos.

Los pagos de terminación senior o de categoría *pari passu* adeudados del grupo activos que respaldan la transacción a una contraparte derivada también son vistos como riesgos de liquidez y se espera que sean cubiertos por activos de liquidez. Por lo tanto, Fitch espera que dichas contrapartes implementen la sustitución antes de que los pagos por terminación sean menores que los pagos de la CVB (es decir, de acuerdo con la columna "Con garantías - sin cláusula" de la

Tabla 1). En los casos en que el riesgo de pagos por terminación que vencen en prioridad o *pari passu* con los pagos a titulares de CVB no se considere suficientemente alejado, la calificación de los bonos puede verse limitada por la calificación de la contraparte. Este riesgo generalmente se considera remoto en los programas CVB con contrapartes externas.

Normalmente las medidas de protección de riesgo de liquidez que Fitch considera suficientemente fuertes, incluyen fondos de reservas mantenidos con una contraparte de soporte directo elegible un instrumento de liquidez proporcionado por una contraparte de soporte directo elegible, y activos altamente líquidos que son parte del grupo que respaldan la transacción y legalmente aislados del emisor para beneficio de los tenedores de CVB. Los criterios de elegibilidad para los activos de la cubierta de cobertura para proporcionar protección contra el riesgo de interrupción del pago se describen en el Apéndice 2 de la metodología de Calificación de los Bonos Cubiertos de Fitch

Exposición Excesiva de la Cuenta Bancaria

Cualquier monto en efectivo depositado en bancos de cuentas a largo plazo generalmente se considerará excesivo si la exposición está presente por más de 12 meses y si, en un escenario de salto a default, la pérdida de dicha exposición conduciría a una rebaja de El modelo de flujo de efectivo implícito probó la calificación en una base de PD por 10 notches o más, sin tener en cuenta el piso de calificación CVB. Si Fitch considera excesiva la exposición de una cuanta en un banco, la calificación de CVB evaluada en base a la DP se limitaría a la más alta de la calificación del banco de cuentas y el piso de calificación de CVB, a menos que una suspensión o interrupción sea muy improbable.

Con base en el beneficio del recurso dual al emisor, Fitch considera que el uso de un banco de externo, con provisiones de contrapartida documentadas de acuerdo con este criterio, combinado con un emisor con calificación de al menos 'BBB +' o 'F2', es un potencial Atenuantes para contabilizar las exposiciones bancarias que de otro modo serían clasificadas como excesivas. En las jurisdicciones donde el marco legal de la CVB define el monto máximo de efectivo y activos líquidos que pueden ser mantenidos en el programa (normalmente 15% del CVB en circulación), Fitch generalmente no considerará dicha exposición como excesiva.

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, aspecto u otro factor relevante para la asignación de calificación, así como la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero que el análisis descrito en la misma requiera modificarse para contemplar factores específicos para la transacción o emisor en particular.

Para riesgos de contraparte en SF, Fitch considera como clave las nociones de contraparte elegible, el plazo de tiempo correctivo esperado y acciones correctivas, y en consecuencia

divulgará cualquier variación contra estos conceptos en los comentarios de acción de calificación respectivos.

Limitantes

Las calificaciones, incluyendo las Observaciones (Watch) y Perspectivas (Outlook), asignadas por Fitch están sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de Ratings de Fitch, disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/definitions>.

Además, las calificaciones dentro del alcance de estos criterios están sujetas a las siguientes limitaciones específicas:

Este informe describe el enfoque de Fitch para analizar el riesgo de contraparte en transacciones de SF y de CVB. El riesgo de contraparte está analizado en base a cada transacción. Una transacción que no refleja todos los elementos de esta metodología puede aún ser calificado, si Fitch determina que hay suficientes mitigantes estructurales establecidos para abordar el riesgo de contraparte.

El análisis del riesgo de contraparte hecho por Fitch, está fuertemente influenciado por la fortaleza crediticia de una contraparte en particular, además de por la claridad y solidez de la documentación contractual vinculando la contraparte a la transacción. Sin la documentación necesaria, de acuerdo a la metodología de Fitch - incluyendo mecanismos de reemplazo de contraparte claros, procedimientos de colateralización bien documentados y marcos de tiempo de reemplazo realistas, entre otros, - Fitch puede elegir no calificar la transacción, o la calificación puede estar limitada por la calificación de la contraparte. Para ejemplos, vea las secciones *Exposiciones Derivadas Excesivas* y *Dependencia de Contraparte Directa Excesiva*.

Actualización de Metodología

La metodología de Fitch puede cambiar periódicamente, después de mayor análisis, incorporando nuevos datos o reflejando acontecimientos nuevos en el mercado. La agencia siempre aplicará su metodología actual para calificaciones nuevas y existentes.

Si la documentación de la transacción refleja la metodología de Fitch, dichos documentos por lo general, reflejarán la metodología aplicable en el momento del cierre de la transacción. Esto significa que por lo general no hay una obligación contractual por parte de la contraparte de actuar consistentemente con la metodología revisada futura (salvo que las partes de la transacción hayan escogido actualizar su documentación).

Como consecuencia, hay riesgo de que las transacciones estén sujetas a una acción de calificación adversa en el caso de que la metodología revisada futura se vuelva más conservadora (salvo que las contrapartes elijan reflejar la metodología revisada).

Fitch revisa la documentación para ver la concordancia con la metodología y considera si la documentación de la transacción sea específica e independiente (ej. la documentación no debe depender de referencia a la metodología de Fitch o a insumos de terceros). No se espera que la documentación de transacción incluya referencias específicas a los informes metodológicos de Fitch.

Fuentes de datos

El análisis de Fitch se basa en la información proporcionada por el emisor o el arreglista (si existe). El proceso de calificación también puede incorporar información públicamente disponible o información proporcionada por otras fuentes de terceros. Si es importante para la calificación, la agencia revelará otras fuentes relevantes.

Apéndice 1- Riesgo de Continuidad de Administración en Financiamientos Estructurados

Las transacciones de finanzas estructuradas dependen del administrador o *servicer* para proporcionar servicios de administración, cobranza de crédito y de transacción continuos. El desempeño de la transacción puede deteriorarse cuando estas entidades no brindan un servicio y/o administración de los activos fiduciarios adecuados, o suspenden el servicio. Estos riesgos de administración tienen un impacto mayor en las calificaciones cuando la experiencia necesaria o disponible es limitada, o cuando se requiere de una administración activa para cobranzas continuas (ej. créditos no productivos).

Este apéndice no aplica a los programas de bono cubierto. El riesgo de continuidad de servicio se aborda en la *Metodología de Calificación de Bonos Cubiertos*.

Desvinculación del Administrador

Fitch analiza el riesgo de interrupción del servicio y los factores mitigantes que si son implementados, permiten la continuidad del servicio. El riesgo de interrupción resulta de la falla del administrador al desempeñar cualquiera o todas las responsabilidades requeridas, sin importar la razón. Se trata a través de mitigantes de continuidad, ej. una evaluación de la capacidad y el proceso de reemplazo de un administrador.

Fitch evalúa si las calificaciones de la estructura están desvinculadas del riesgo del administrador, ej. en qué medida el riesgo de una interrupción de servicio es minimizada cuando los administradores contratados son cualificados y el servicio puede ser fácilmente transferido a otras entidades cualificadas. Se aplican límites de calificación cuando los mitigantes de continuidad no consideran adecuadamente los riesgos de interrupción.

El análisis consiste primero, en identificar los factores que puede llevar a la interrupción del servicio de administración. Estos consisten en:

- Riesgo del administrador de no mantener durante la duración de la transacción, la condición financiera para realizar sus obligaciones de una manera adecuada,
- Nivel de calidad de la administración y cobranza deteriorado durante la duración de la transacción,
- Documentación de la transacción no considera adecuadamente las obligaciones de administración y cobranza del administrador designado y de las posibles entidades de reemplazo,
- El tamaño de la cartera de activos, o tipo de activos no está acorde a la capacidad del mercado de administración y cobranza.

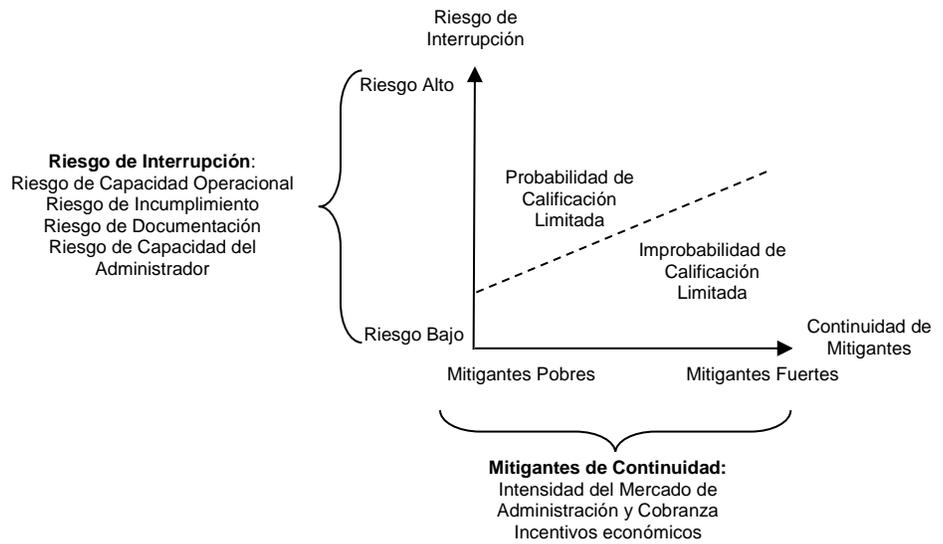
La evaluación continua con un análisis de los mitigantes de continuidad disponibles. Involucra identificar estos últimos y examinar si cubren adecuadamente los riesgos de interrupción. Los mitigantes pueden ser:

- Disponibilidad de administradores de terceros - en qué medida es posible un reemplazo con un administrador de terceros; ¿puede brindar administración y cobranza de calidad adecuada y dentro de un plazo que no impacte el desempeño de calificación de la estructura?
- Incentivos económicos - ¿Son suficientes para atraer administradores de reemplazo de calidad?
- Acuerdos de reemplazo - ¿Están alineados con los riesgos de interrupción descritos anteriormente y permiten evitar dichos riesgos?

Este análisis permite a Fitch evaluar la complejidad de reemplazo y los tiempos en relación a los mitigantes disponibles. Si la interrupción de la administración y cobranza se considera un riesgo material, pueden aplicarse límites de calificación.

El gráfico a continuación es una ilustración de las calificaciones obtenibles en función de los riesgos y mitigantes de continuidad. Niveles altos de calificación son alcanzables incluso si el riesgo de administración y cobranza es alto, siempre y cuando los mitigantes de continuidad estén en proporción y consideren toda posible interrupción.

Riesgos de Interrupción vs. Mitigantes de Continuidad



Fuente: Fitch, documento de transacción

Para mayores detalles vea la sección Disponibilidad de Reemplazo de Administración y Cobranza, a continuación. Los detalles de cómo Fitch analiza los riesgos de continuidad se discuten aún más en la metodología específica del sector.

Riesgos de Interrupción

Riesgos de Capacidad Operacional

Los analistas verifican si el administrador tiene la capacidad operativa para supervisar y desempeñar de manera puntual, las acciones necesarias para administrar los activos durante la vida de la transacción y si el nivel de la calidad de la administración y cobranza puede ser mantenido en todo momento. Los analistas consideran lo siguiente:

- Estructura corporativa, compromiso de la administración tanto con la calidad del administrador como con el sector.
- Recursos de personal, capacidad de absorber los volúmenes fluctuantes, capacitación de personal.
- Experiencia de administración y cobranza: experiencia, permanencia y trayectoria.
- Políticas y procedimientos establecidos, gobierno corporativo y controles internos, posibles conflictos de interés y mitigantes.
- Tecnología

Riesgo de Incumplimiento

Fitch evalúa el riesgo de que el administrador cese todas sus actividades o que no esté en una posición financiera que le permita desempeñar sus obligaciones de una manera adecuada.

En jurisdicciones en donde la continuidad es menos segura, la fortaleza financiera de largo plazo y la estabilidad del administrador son revisadas al considerar la probabilidad de un evento de interrupción de la administración y cobranza. La calificación de riesgo crediticio de largo plazo del (IDR) administrador, cuando esté disponible, brinda un indicador útil de la fuerza y estabilidad financiera de una compañía en particular. Para administradores que no tengan IDR, Fitch elabora una opinión crediticia interna del administrador, si es necesaria.

Riesgo de Documentación

Fitch revisa los documentos de transacción incluyendo los contratos de administración y cobranza para evaluar si el nivel de compromiso del administrador inicial y del administrador o administradores de reemplazo va acorde con una administración y cobranza de los activos adecuada y continua.

La agencia evaluará lo siguiente:

1. El nivel de estandarización y simplicidad - procedimientos sencillos y estandarizados documentados conllevan a un riesgo menor en el desempeño de la administración y cobranza, una probabilidad más alta de encontrar un administrador de respaldo (BUS por sus siglas en inglés) adecuado en poco tiempo y un proceso de transferencia más eficiente al BUS.
2. Nivel de controles- Un nivel más alto de controles sobre los procedimientos y un rastreo adecuado de los resultados obtenidos asegura la sostenibilidad del desempeño del administrador, ej. certificaciones de cumplimiento anuales, auditorías operativas periódicas por terceros.
3. Nivel de información proporcionada - Fitch verifica que la información necesaria para administrar los créditos esté:
 - Disponible al administrador
 - Almacenada en sistemas (o la ubicación en el caso de archivos físicos), que puedan ser fácilmente accedidos por un BUS.
 - Regularmente mapeada y revisada
4. Solidez de las obligaciones del administrador - el análisis evalúa si las obligaciones del administrador cubren acciones necesarias para administrar los activos durante toda su duración.

Riesgo de Capacidad del Administrador

Fitch evalúa si el tamaño de la cartera total del administrador es adecuado en relación al tamaño de los activos de la transacción. Una cartera particularmente grande puede crear dificultades para ejecutar una transferencia eficientemente a un BUS documentado o al identificar y contratar un reemplazo adecuado. El incumplimiento de un administrador puede afectar múltiples transacciones, dando lugar a la invocación de numerosos acuerdos de respaldo (stand-by) y a la transferencia a un solo BUS.

Si no hay BUS, Fitch considera el tamaño de la cartera de la transacción en relación al tamaño de las carteras de otros administradores y su capacidad de asumir dicha cartera.

El activo no estándar o características de riesgo de mercado de los activos son analizados para determinar:

- ¿Son estándares, fáciles/complejos de administrar? ¿Qué tan rápido una transferencia necesita ocurrir para evitar una reducción substancial en el valor de los activos?
- Tamaño y sofisticación del mercado
- Cuando es relevante, ¿qué tan importantes son para la economía del país?
- Longevidad de los activos

Lo anterior, permite a las analistas evaluar en qué medida un reemplazo de administrador es complejo o sencillo.

Mitigantes de Continuidad

Disponibilidad de Reemplazo Administración y Cobranza

La disponibilidad de la administración y cobranza de reemplazo es un mitigante efectivo para la interrupción del administrador, particularmente en mercados desarrollados de administración y cobranza de terceros y para transacciones de finanzas estructuradas no granulares. Un proceso de administración y cobranza más simple operacionalmente, disposiciones de transacción permitiendo un reemplazo del administrador, así como también incentivos económicos adecuados para que el administrador de reemplazo intervenga, significan que la continuidad de administración y cobranza está suficientemente mitigada en estos casos (ej. Transacciones CMBS, y US RMBS).

Cuando los mercados de bursatilización están en desarrollo y para transacciones de bursatilización granular, se analiza el mercado de administración y cobranza para evaluar en qué medida, considerando los riesgos de interrupción anteriores:

- entidades alternativas pueden administrar los activos,
- los administradores existentes brindan que servicio de administración a activos similares y con el mismo nivel de experiencia,
- las transferencias de activo, y/o intercambio de derechos de administración y cobranza, entre los administradores es frecuente.

Los límites de calificación aplican cuando no hay seguridad de que los administradores de reemplazo estarían disponibles para administrar activos de manera adecuada y puntual, considerando los riesgos de interrupción.

Regulación

La intervención de los reguladores puede conducir a un resultado positivo con decisiones que permitan a un administrador existente continuar sus operaciones de administración y cobranza sin ninguna interrupción. Esto es particularmente cierto para bancos que actúan como administradores de créditos que han originado.

Sin embargo, esta evaluación se hará caso por caso: Mientras que para los bancos con calificación alta, regulados y domiciliados en mercados desarrollados, este supuesto puede ser válido, en otras circunstancias la incertidumbre puede impedir que Fitch incluya este aspecto en su análisis.

Incentivos económicos

Fitch analiza en qué medida los incentivos económicos son suficientes para: asegurar el interés del administrador en continuar con la administración y cobranza de los activos, y atraer administradores de reemplazo de alta calidad cuando sea necesario. Niveles de comisiones no alineados con la norma del mercado o con el nivel necesario para atraer un BUS, pueden conllevar

a la ausencia de un administrador durante un período de tiempo. Esto no es acorde con a esta metodología, incluso a niveles bajos de calificación.

Acuerdos de Reemplazo

El análisis de Fitch se enfoca en la continuidad de la administración y cobranza a lo largo de la vida de la transacción y considera garantías establecidas para reducir interrupciones de flujo de efectivo relacionadas a la administración y cobranza. Dichas garantías pueden incluir BUS documentado, detonadores (*trigger*) de reemplazo u otras disposiciones especificadas en los documentos de transacción. Los acuerdos pueden diferir significativamente incluso dentro de un mercado grande de SF.

En este análisis la agencia evalúa si estos acuerdos abordan todos los riesgos de interrupción identificados y evitan la interrupción de la administración y cobranza. Si esto no sucede, la desvinculación con el administrador no se logrará y las calificaciones de la transacción se limitarían.

Cronología de Reemplazo y Eventos de Invocación

Fitch considera como mitigantes valiosos, los pactos que han sido activados mucho antes del incumplimiento del administrador. Fitch evalúa la relevancia del parámetro medido, cuando la obligación surge y la medida en la que la documentación especifica responsabilidades claras para las partes relevantes.

La agencia analiza en qué medida el tiempo necesario para cubrir los puntos a continuación se aborda en la documentación y si este puede ser considerado dentro del mercado BUS relevante:

1. Identificación y nombramiento del BUS, si está ya contratado - el tiempo depende del tipo de activo y la intensidad del mercado BUS.
2. Período de invocación, ej. período entre la notificación inicial al BUS y el inicio de los procesos de transferencia al BUS.
3. Transferencia de datos y preparación de actividades relevantes de BUS.

Nivel de Acuerdos de Respaldo (Stand-by)

Fitch analiza arreglos contractuales individuales para determinar el nivel de compromiso del BUS y el tiempo probable necesario para tener un BUS totalmente operacional establecido. Los analistas consideran los siguientes factores:

- El nombramiento de BUS: ¿Ha sido nombrado BUS, y cuál es su nivel de compromiso?
- Revisión de los activos a Administrar (*due diligence*): ¿Ha habido alguna revisión de los activos realizada por un BUS?
- Frecuencia de las transferencias de información del activo: ¿Alguna información ha sido transferida inicialmente, en ciertas circunstancias, o regularmente?
- Profundidad de la información: la información transferida, o por transferirse, ¿es suficiente para asegurar una administración y cobranza adecuada y puntual?
- Tiempo: ¿existe algún compromiso respecto al tiempo de la transferencia de administración y cobranza, y si es este el caso, es razonable y suficiente para asegurar la continuidad de la administración y cobranza a la luz de los riesgos de interrupción identificados?

Para efectos de estandarización regional, se usa en el documento la palabra calificación en lugar de clasificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS..](https://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. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2018 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. 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 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 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.

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".