

Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos

Metodología Intersectorial

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 en la escala de calificación a largo plazo (LP, por sus siglas en inglés) y para programas de bonos cubiertos (CVB, por *covered bond*). El contenido de este informe se aplica tanto a SF y como a CVB - excepto para la sección titulada Aspectos Específicos del Bono Cubierto, que solo aplica a los programas CVB.

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

Factores Clave de Calificación

Rangos de Elegibilidad: Con base en esta metodología, las contrapartes de soporte directo, tales como bancos en donde se abrieron cuentas a nombre del emisor y proveedores de productos financieros derivados, que tengan una calificación de LP mínima ¹ de 'A' o una calificación de corto plazo (CP) mínima de incumplimiento del emisor (*Issuer Default Rating* o IDR) de 'F1', son elegibles para respaldar calificaciones 'AAAsf' sin necesidad de ofrecer garantía o colateral. La metodología tiene unas calificaciones mínimas para que una contraparte sea elegible para calificaciones menores a 'AAAsf'.

Compromiso con la Acción Remedial: Fitch supone que las contrapartes implementarán las acciones remediales establecidas en los documentos de la transacción cuando no sean elegibles, es decir, si sus calificaciones caen por debajo de la calificación de contraparte mínima para respaldar la calificación de los bonos calificados, según se establece en el presente documento. Esto mitigará el riesgo de contraparte de manera eficaz y permitirá que las calificaciones de las notas se desvinculen de las contrapartes. Las acciones remediales incluyen las siguientes: Proveer colateral (más frecuentemente para swaps), obtener una garantía o reemplazar una contraparte inelegible.

Cronología de Acciones Remediales: Se espera que las acciones remediales se implementen dentro de un período corto después de que una contraparte se vuelve no elegible. Si no se toman medidas remediales, como colateralización o prefondeo, dentro de los 14 días calendario posteriores a la pérdida de elegibilidad de la contraparte, las calificaciones de los certificados de deuda podrían bajar. Exposiciones relacionadas con el banco en donde se abrieron las cuentas del emisor no pueden ser remediadas mediante colateralización y Fitch espera que reemplace dicha contraparte o que se otorgue una garantía dentro de un plazo 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, costos más elevados pueden aplicar. Este principio es un supuesto clave que da soporte a estos criterios.

Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Marco de Metodología de Contraparte	2
Contrapartes de Soporte Directo y Proveedores Derivados Elegibles	4
Más Detalles sobre Cuentas Bancarias del Emisor, Inversiones y Otras Contrapartes de Soporte Directo	8
Más Detalle sobre Contrapartes Derivadas	13
Contrapartes de Soporte Indirecto	16
Cuentas de Cobranza: Riesgo de Mezcla	17
Agentes de Pago y Cálculo, Agentes de Administración de Efectivo	23
Custodios y Fiduciarios de Salvaguarda	24
Exposición de Compensación (Set-Off) del Originador	24
Otras Consideraciones	25
Documentación Inconsistente con la Metodología	26
No Acción Remedial ante la Inelegibilidad de la Contraparte	28
Aspectos Específicos del Bono Cubierto	31
Variaciones Metodológicas	36
Limitaciones	36
Actualización de Metodología	36
Fuentes de Datos	37
Apéndice 1 - Riesgo de Continuidad de Administración en Financiamientos Estructurados	38

Analistas

Tuuli Krane
+49 69 768076 170
tuuli.krane@fitchratings.com
Raul Domingo Gonzalez
+33 1 44 29 91 70
raul.domingo@fitchratings.com
Global
Marjan van der Weijden
+1 212 612 7850
marjan.weijden@fitchratings.com
EE.UU.
Rui Pereira
+1 212 908 0766
rui.pereira@fitchratings.com
EMEA
Susanne Matern
+49 69 768076 237
susanne.matern@fitchratings.com
APAC
Ben McCarthy
+61 2 8256 0388
ben.mccarthy@fitchratings.com
Latinoamérica
Maria Paula Moreno
+57 1 484 6775
maria.moreno@fitchratings.com

¹ La calificación tiene el significado que se define en la Figura 2.

Exposición Excesiva: Algunas exposiciones a contrapartes se consideran tan excesivas que las calificaciones de las notas no se pueden desvincular de la calificación de dichas contrapartes, incluso si se establecen medidas remediales en los documentos de transacción al momento de cierre que sean consistentes con esta metodología. 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.

Marco de Metodología de Contraparte²

Fitch considera todos los mitigantes estructurales disponibles para cada transacción cuando evalúa su dependencia a contrapartes. Fitch cataloga a las contrapartes en tres categorías con base en el rol(es) que cada entidad tiene en la transacción:

- contrapartes de soporte directo (por ejemplo: bancos en donde se abrieron las cuentas del emisor o proveedores de liquidez);
- contrapartes de derivados (por ejemplo: proveedores de swap);
- contrapartes de soporte indirecto (por ejemplo: bancos en donde se abrieron las de recolección de cobranza o administradores de activos financieros de crédito).

El propósito de este informe de metodología es expresar el enfoque de Fitch para analizar el riesgo de contraparte en operaciones SF y programas CVB. Salvo que se indique lo contrario, Fitch recurre a sus propias calificaciones al evaluar una capacidad de crédito de una contraparte. No es posible para Fitch mantener una visión crediticia de una transacción SF salvo que la agencia también mantenga una calificación crediticia con respecto a las exposiciones de las contrapartes importantes.

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 esta. 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 informe de metodología. Fitch evaluará estos en función de 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 la Metodología). Por lo general, una exposición se considera material si su pérdida provoca una reducción de las notas, salvo que se defina de otro modo en esta metodología.

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 calificadoras no son consideradas suficientes para fines de la evaluación de riesgo de contraparte si no se especifica lo contrario en este informe.

Este informe de metodología aplica a nuevas calificaciones y, cuando se especifique en el informe, 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 es monitoreada, y el impacto de cualquier acción insuficiente es analizado para el impacto en la calificación.

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 esta metodología.

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 Aspectos Específicos del Bono Cubierto y las calificaciones no tienen el sufijo 'sf'.

Metodologías Relacionadas

[Counterparty Criteria for Structured Finance and Covered Bonds: Derivative Addendum \(Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Addendum\) \(Enero 2020\)](#)

[Global Structured Finance Rating Criteria \(Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas\) \(Mayo 2019\)](#)

Esta metodología es una traducción del reporte en inglés titulado "Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria" de fecha 29 de enero de 2020. Este reporte actualiza y reemplaza la traducción "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos", con fecha 7 de noviembre de 2019.

Este informe de metodología incluye los conceptos generales para el análisis del riesgo de contraparte que también se puede aplicar a áreas analíticas fuera de SF y CVB. Estos conceptos generales, cuando sean aplicables fuera del área de SF y CBV, serán incorporados dentro de metodologías relacionadas con el grupo analítico mediante referenciación de esta metodología. La aplicación de un concepto general individual será descrita en la metodología respectiva no relacionado con 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 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 desempeño 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 la 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 esté 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 bajo. 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 consideradas como materiales, debido a una dependencia operacional limitada y exposición de crédito limitada, no se espera que alcancen aislamiento debido a su impacto negativo moderado en el desempeño de la transacción. Si una contraparte material es calificada en el mismo nivel o por encima de la calificación de las notas, 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, el riesgo se puede minimizar. La metodología de contraparte de la agencia expresa su opinión sobre cómo analizará la medida en que las partes de la transacción han minimizado el riesgo de 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 remediales es lo suficientemente remota para soportar las calificaciones de nota correspondientes en la Figura 1.
- Al convertirse en inelegible (por ejemplo: por no mantener los niveles de calificación mínimos en la Figura 1) las contrapartes tienen la capacidad y disposición de tomar medidas remediales adecuadas dentro del marco de tiempo esperado.
- Cuando la acción remedial 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 en 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, no se puede lograr un aislamiento

suficiente; por lo tanto, su calificación no puede desvincularse de la contraparte. En otros casos, la exposición agregada para una contraparte a vehículos de SF 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 (consulte la sección de Limitaciones).

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 tengan conocimiento operativo y capacidad para realizar las funciones a las que están obligadas contractualmente. En la mayoría de los casos, los roles de contraparte son desempeñados por instituciones altamente calificadas (por lo general, bancos), 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 e instrumentos financieros derivados que cumplan las características clave descritas a continuación.

Figura 1

Calificaciones Mínimas de Largo y Corto Plazo para Contrapartes de Soporte Directo ^{a, b}

Categoría de Calificación de la Nota Calificada más Alto ^c	Sin Colateral ^d	Con Colateral - Cláusula Flip	Con Colateral - No Cláusula Flip
AAAsf	A o F1	BBB- o F3	BBB+ o F2
AAsf	A- o 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 los casos de garantías de terceros de obligaciones de contraparte, consulte Garantías a continuación.

^b Se aplican consideraciones especiales para los bancos calificados como 'AA-' o 'F1+'. Consulte Consideraciones Específicas para Bancos con Calificación Alta (al menos 'AA-' o 'F1+').

^c Por ejemplo, un banco en donde se abrieron las cuentas del emisor que se encuentra en 'Sin colateral' con calificación 'BBB' o 'F2' puede apoyar a la calificación de una nota SF hasta 'A+sf', pero no 'AA-sf', mientras que un banco en donde se abrieron las cuentas del emisor con calificación 'A-' puede apoyar a la calificación de una nota SF al nivel 'AA-sf', independientemente de su calificación de CP.

^d En el caso de las contrapartes de instrumentos financieros derivados, si no se determina un impacto negativo por la falta de colateralización (es decir, si el colateral determinado de acuerdo con las disposiciones del Apéndice Derivado a estos criterios es cero) se aplica la columna "Con garantías".

Fuente: Fitch Ratings

Figura 2

¿Cuál Calificación?

Rol	Calificación como Contraparte de Instrumentos Derivados (DCR, siglas en inglés)	Calificación de Depósitos	IDR
Proveedor de cuentas bancarias ^{a, b}	n.a.	Si las Calificaciones de Depósito se asignan y son aplicables.	Si las Calificaciones de Depósito no se asignan o no son aplicables.
Proveedor del derivado ^{a, b}	Cuando se asigna y es aplicable un DCR	n.a.	Si es aplicable el DCR pero no se ha asignado o no es aplicable un DCR. Cuando no se asignan DCR de CP, se utilizará IDR de CP.
Proveedor de	n.a.	n.a.	IDR en todas las instancias.

Figura 2
¿Cuál Calificación?

Rol	Calificación como Contraparte de Instrumentos Derivados (DCR, siglas en inglés)	Calificación de Depósitos	IDR
liquidez			

^a Consulte la aplicabilidad a sucursales en la sección Sucursales a continuación.

^b Si los documentos de transacción no hacen referencia a la Calificación de Depósito o DCR y se redactaron antes de la introducción de estos tipos de calificación, Fitch supondrá que los detonantes (*triggers*) de los documentos de transacción hacen referencia a la calificación de depósito o DCR en lugar del IDR. Fitch buscará pruebas de que se respete el detonante de calificación vinculado a la Calificación de depósitos o DCR.

Fuente: Fitch Ratings

Las calificaciones mínimas mostradas en la primera columna en la Figura 1, Sin Colateral, aplican a soporte directo y contrapartes proveedoras de instrumentos financieros derivados. Por ejemplo, se espera que las transacciones calificadas ‘AAA’sf’ sean soportadas por contrapartes con una calificación mínima de largo plazo ‘A’ o una calificación de CP 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 de Revocación (Flip)). Por ejemplo, las calificaciones ‘AAA’sf’ pueden ser soportadas por contrapartes con Calificación de LP ‘BBB-’ o una calificación de CP 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”.

Observación Negativa (RWN)

Fitch busca preparación anticipada de medidas remediales cuando asigna nuevas calificaciones SF mientras que las contrapartes tienen una calificación que está en Observación Negativa (RWN, por *Rating Watch Negative*) mientras están en el nivel mínimo para una calificación dada (conforme a la Figura 1). Se espera que el detalle de dichos planes remediales vaya más allá de expectativas de criterios estándar y pueda 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 una calificación de techo país (*Country Ceiling*) debajo de la calificación del banco controlador. En este caso, Fitch utilizará la calificación acorde con el techo país ³. Véase la “Metodología de Calificación Global de Bancos” (*Global Bank Rating Criteria*) para obtener más detalles sobre calificaciones de sucursal.

Las calificaciones de depósito y DCR asignadas a una institución no son consideradas automáticamente para sucursales que operan 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.

³ En el caso de contrapartes derivadas, si la derivada se introduce en el acuerdo principal de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA, por sus siglas en inglés) y se aplica la sección 10 (a) del programa, no se aplicará el techo país.

Garantías

En el caso de terceras partes que garantizan 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, los bonos 'AAAsf' pueden ser respaldados por una entidad 'BBB-' que garantiza un proveedor de instrumentos financieros derivados colateralizado (o puede proveer colateral él mismo). Un garante no puede cubrir este riesgo en jurisdicciones donde la cláusula flip no es ejecutable, solamente aplicaría como reemplazo.

Subsidiarias sin Calificación

Para subsidiarias no calificadas de entidades que si tienen calificación, Fitch realizará un análisis caso por caso para determinar si la calificación de la matriz se puede utilizar como una calificación de referencia en nuestra evaluación de contrapartes.

Como parte de esta evaluación, los analistas de las instituciones financieras, instituciones financieras no bancarias entidades corporativas pertinentes son contactados, a menos que se cumplan las tres condiciones siguientes, en cuyo caso el analista de SF/CVB puede determinar que la calificación de la matriz se puede utilizar como una calificación de referencia para la evaluación de Fitch de contrapartes:

- I. la subsidiaria es al menos 75%, de manera directa o indirecta (hasta el tercer nivel de la estructura corporativa), propiedad de la matriz calificada;
- II. utiliza la misma marca que la matriz calificada;
- III. tiene un acuerdo de reparto de utilidades y pérdidas o un compromiso similar para apoyar con su matriz calificada.

Para obtener más información sobre las calificaciones de las subsidiarias, consulte la "Metodología de Calificación de Bancos" y la "Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias".

Si una subsidiaria sin calificación se beneficia de una garantía incondicional e irrevocable de la matriz calificada, el analista de SF/CVB puede utilizar la calificación de dicha matriz como una calificación de referencia para la evaluación de Fitch de contrapartes.

Si la calificación de la compañía matriz se utiliza como calificación de referencia, los desencadenantes del depósito de colaterales o reemplazo se basan en la calificación de la entidad de la matriz. Se debe incluir mecanismos adicionales que solucionen el potencial de un cambio en la relación entre la matriz y la subsidiaria sin calificación. Entre los ejemplos de desencadenantes se incluye un descenso del nivel de propiedad inferior a 75% y la suspensión de cualquier acuerdo de participación de las ganancias y pérdidas o un compromiso similar de apoyo.

Acciones Remediales sobre Contrapartes de Soporte Directo y Contrapartes de Instrumentos Derivados 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 remediales con plazos de tiempo específicos que las contrapartes tomarían al volverse inelegibles. Fitch evaluará las obligaciones remediales documentadas de las contrapartes con base en esta metodología.

Las acciones remediales pretenden ya sea mitigar totalmente (por ejemplo: reemplazo, obtener una garantía o prefondeo de obligaciones) o parcialmente (por ejemplo: dar colateral) la exposición a la contraparte afectada. Cuando la colateralización o prefondeo 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. Según Fitch, solamente la colateralización puede ser realísticamente lograda en un plazo tan corto.

Se espera que el reemplazo o la obtención de una garantía para las contrapartes, a excepción de los bancos de la cuenta del emisor, se acuerde contractualmente y se complete dentro de los 30 días calendario. El reemplazo/la 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.

Se espera que los costos asociados a las acciones remediales se cubran de manera que no resulte en ninguna pérdida relevante para la transacción.

Metodología de Colateralización

La colateralización 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 (columna de Sin Colateral); o con un custodio independiente en virtud de un acuerdo legal, en el que 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 de "Metodología de Calificación de Contraparte de Bonos Cubiertos y Finanzas Estructuradas: Apéndice de Derivados". 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 la colateralización 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, por *credit support annex*) o documentación similar que debe firmarse y ejecutarse en el momento del cierre de la transacción. Esto facilita a la contraparte implementar los mecanismos de depósito/proveduría 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 general, tomar más de 30 días naturales y, algunas veces, más de dos meses, según la experiencia de Fitch, por lo que es probable que la colateralización sea una opción viable únicamente tras la baja inicial de calificación de la contraparte (debajo de los niveles especificados en la columna Sin Colateral de la Figura 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.

Los aspectos específicos de la colateralización para derivados se detallan en el documento "Metodología de Calificación de Contraparte de Bonos Cubiertos y Finanzas Estructuradas: Apéndice de Derivados".

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

Para instituciones con una calificación de largo lazo mínima de 'AA-' o una calificación de CP de 'F1+', el análisis de Fitch se basa ya sea el marco de tiempo correctivo estándar, como se detalla en la sección Acciones Remediales sobre Contrapartes de Soporte Directo y Contrapartes de Instrumentos Derivados que se Vuelven No Elegibles en la página anterior, o un período extendido de 60 días calendario, siempre y cuando las acciones remediales (incluida la colateralización) sean contractualmente acordadas ante la pérdida una calidad crediticia más alta ('AA-' y 'F1+').

Figura 3

Plazo –para Acciones Remediales

	calificación de Contraparte Mínima	Colateralización	Reemplazo/Garantía
Plazo estándar	Proveedor de cuentas bancarias del emisor con detonantes de tipo figura 1	No aplicable	60 días calendario
	Proveedor del instrumento derivado con detonantes tipo figura 1	14 días calendario	30 días calendario
	Proveedor de liquidez con detonantes tipo figura 1	14 días calendario	30 días calendario
Plazo con calificaciones altas	AA- o F1+	60 días calendario (en el momento de pérdida de AA-y F1+)	60 días calendario (en el momento de pérdida de AA- y F1+)

Fuente: Fitch Ratings

Más Detalles sobre Cuentas Bancarias del Emisor, Inversiones 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 SF. Las funciones de dichas contrapartes incluyen, entre otras, las siguientes:

- bancos de cuentas de recolección o cobro de la transacción;
- proveedores de instrumentos de liquidez;
- inversiones calificadas;
- 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 Figura 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.

Los emisores de bonos y los garantes de bonos (a diferencia de entidades que garantizan obligaciones específicas de contraparte) son considerados dentro de la definición de contrapartes de soporte directo. En dichos casos, la calificación del bono garantizado es, por lo general, 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 la naturaleza personalizada de los seguros de bonos, la habilidad de reemplazo sería examinada caso por caso.

Acciones Remediales 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 remediales 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 Figura 1 (Sin Colateral) las acciones remediales posibles incluyen las siguientes:

- reemplazo con una contraparte elegible;
- concretar un garante elegible, o

- para instrumentos de liquidez, disponer de la liquidez (profondeo) y transferir los fondos a cuentas en un banco elegible o inversiones calificadas.

El profundo es únicamente considerado una acción remedial 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 profundo 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 (abierta a nombre) del Emisor

El término "Cuenta Bancaria del Emisor" incluye todas las cuentas bancarias a nombre del emisor o de la estructura de la transacción, incluidas las cuentas de distribución, cuentas de colateral y cuentas de reserva (pero excluidas las cuentas de cobranza mantenidas por el administrador). En los Estados Unidos (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 facilita 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 y, de este modo, se limita 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

Las cuentas fiduciarias son más comunes en EE. UU., donde los acuerdos de cuentas fiduciarias correctamente ejecutados protegen de la pérdida de fondos invertidos en valores, pero no se mantienen en efectivo (superior a la cantidad asegurada por el seguro de depósito) en caso de insolvencia del banco de cuentas fiduciarias. Sin embargo, si los flujos recaudados se mantienen en cuentas en instituciones sujetas al Título 12 C.F.R. § 9.10(b) o regulaciones sustancialmente idénticas aplicables a la institución en la que se mantiene la cuenta, también se protegen los fondos invertidos en efectivo. Fitch tratará al banco de cuentas fiduciarias como una contraparte de apoyo indirecto si está sujeto a las regulaciones mencionadas o si es una cuenta fiduciaria sin activos en efectivo. De lo contrario, el banco de cuentas fiduciarias se considerará como una contraparte de apoyo directo.

De manera similar, en jurisdicciones fuera de los EE. UU., Fitch tratará al banco de cuentas fiduciarias como una contraparte de apoyo directo, a menos que los fondos de la transacción mantenidos en la cuenta fiduciaria, ya sean en efectivo o valores, estén protegidos contra la insolvencia del banco de cuentas fiduciarias, incluida la protección contra la aplicación de cualquier suspensión o moratoria. En caso de que los acuerdos de fideicomiso puedan estar sujetos a una moratoria, se necesitarán mecanismos adicionales para permitir el acceso oportuno a los fondos.

Proveedores de Instrumentos de Liquidez

Los instrumentos de liquidez externos dentro de transacciones pueden mitigar los riesgos que resulten de lo siguiente: (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 a 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 considerará si una disposición del instrumento previo a su fecha de vencimiento o en esta ocurrirá en virtud de la documentación, en caso de que el instrumento no sea renovado en su vencimiento. En el caso de que el instrumento no se renueve en el momento de su vencimiento, se debe realizar un prefindeamiento. Si Fitch no cree que un instrumento se pueda renovar o tener prefindeamiento, no tomará en cuenta la protección en su análisis.

Anticipos del Administrador y del Fiduciario

Los mecanismos de anticipo del administrador y del fiduciario son más frecuentemente vistos en EE. UU. 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 la falta de pago de interés sobre las notas.

Si no se dispone de liquidez alternativa 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 para el pago de las notas de conformidad con sus términos y condiciones. Fitch aplicará el mismo análisis a aquel aplicado sobre los instrumentos de liquidez al último agente responsable por el anticipo cuando esto sea importante para la calificación.

También pueden existir casos en que los anticipos no sean fundamentales para propósitos de calificación, tales como, si están disponibles, los recursos en forma de principal pueden proveer liquidez inherente. En tal caso, estos son tratados como contrapartes de soporte indirecto (consulte Contrapartes de Soporte Indirecto).

Inversiones Calificadas

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 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 Colateral), o cuando no hay una calificación de Fitch, calificadas por lo menos en un nivel equivalente a 'AA-' o 'F1+' de Fitch de al menos 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 *interest payment date*) (hasta 31 días en los casos en los que 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 con vencimiento programado en los primeros 365 días o en el próximo IPD.
- Los fondos de mercado de dinero (MMF por *money market funds*): las inversiones en fondo de mercado de dinero u otros productos de liquidez similares también son elegibles, siempre y cuando estén diseñadas para satisfacer el doble objetivo de la preservación del capital y la liquidez oportuna y que mantengan la calificación del MMF más alta por parte de Fitch (actualmente 'AAAmmf') o, en la ausencia de una calificación de Fitch, que sean calificadas en el nivel más alto de al menos otra calificadora reconocida internacionalmente y aprobada por la normativa, en los casos en los que la calificación considera el objetivo dual de conservación de capital y liquidez oportuna ⁴.

⁴ Según Fitch, las calificaciones de Moody's alcanzan el objetivo de liquidez oportuna y preservación del capital. Las calificaciones de las otras agencias no alcanzan el objetivo de liquidez oportuna basada en la información disponible para Fitch.

Para la metodología de calificación MMF de Fitch, ver el informe Global Money Market Fund Rating Criteria.

- Cualquier tipo de cuenta o depósito con instituciones elegibles de soporte directo (calificadas al menos tan alto como en la Figura 1 (columna Sin Colateral) y mecanismos de mitigación asociados, tales como cláusulas de reemplazo cuando se pierda un nivel de calificación mínimo. Esto incluye un GIC (por *guaranteed investment contract* o contrato de inversión garantizado) o cuentas similares, así como depósitos a término y depósitos a la vista.
- Para transacciones emitidas en los EE. UU., obligaciones del gobierno de EE. UU. (garantizadas/respaldadas o emitidas por el gobierno de EE. UU.) sin límites de calificación especificados, si las obligaciones tiene un vencimiento programado 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 tiene un vencimiento programado antes del siguiente IPD.
- Para transacciones calificadas únicamente en escala nacional, las obligaciones gubernamentales de la jurisdicción de la transacción (garantizadas, respaldadas o emitidas por el gobierno pertinente) sin límites de calificación especificados, si las obligaciones tienen un vencimiento programado en lo que ocurra primero entre los 30 días y la 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 venzan ⁵ normalmente antes de la siguiente fecha de pago en las notas calificadas de manera tal que el principal completo está disponible para pagos de notas cuando sea necesario. Esto es para evitar inversiones que tienen que ser liquidadas con descuento, lo que resultará en una pérdida de valor de mercado en la transacción. Sin embargo, en algunas transacciones de CLO (por *Collateral Loan Obligation*) gestionadas de forma activa, las inversiones calificadas se pueden vender antes de su vencimiento para adquirir nuevos activos para la cartera siempre que existan características estructurales para preservar la cantidad principal total de los colaterales (incluidas las inversiones calificadas).

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 interés ⁶. 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.

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 por *mark-to-market*) causadas por terminación anticipada. Sin embargo, cuando es posible la terminación anticipada, se espera que una garantía de terceros cubra cualquier pérdida de MtM. En dichos casos, se espera que el garante sea coherente con las disposiciones acordadas de una contraparte de soporte directo elegible.

En los casos en los que 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, no será posible aislar la

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

⁶ Si las tasas de intereses negativos predominantes impiden la protección a la par, Fitch tendrá en cuenta las pérdidas potenciales en su análisis de transacciones de SF mediante la aplicación de sus Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria, que, para ciertas jurisdicciones y en algunos escenarios de calificación, prevén tasas negativas a corto y medio plazo. 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.

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. En general, todas las ganancias de la emisión se invierten en bienes gravados con el propósito de fondear pagos de la protección de swaps de incumplimiento de crédito, o de regresar el capital al momento de la terminación. Los bienes gravados, en general, 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 estará probablemente limitada a la calificación del banco donde este la cuenta, de acuerdo con 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 se pueden mitigar mediante estructuras en las que haya suficientes bienes gravados que vencen justo antes del vencimiento de los pasivos o estructuras que prevean el pago en especie. Los riesgos del valor de mercado también se pueden mitigar mediante contratos derivados o reportos con una contraparte elegible y con acciones remediales documentadas de acuerdo con las descritas en la Figura 1 (columna Sin Colateral). Fitch esperaría que el contrato derivado o de reporto ofreciera un compromiso por la duración de la transacción que se calificará. 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 "Metodología de Calificación de Notas Estructuradas de Vinculación Crediticia Sencilla y Múltiple" (Single - and Multi-Name Credit-Linked Notes Rating Criteria).

Dependencia Excesiva de Contraparte Directa

En la siguiente sección se describen situaciones en las que la transacción recibe un soporte excesivo de una contraparte de soporte directo. Además, la sección Exposiciones Derivadas Excesivas describe situaciones en las que la transacción recibe un soporte excesivo a través de las características específicas de los contratos derivados aplicables.

La Dependencia Excesiva de Contraparte Directa surge de la exposición crediticia de la transacción a dicha contraparte. Por lo tanto, Fitch probará el impacto de la pérdida de exposición debido al incumplimiento del pago de la contraparte. En el caso de las contrapartes de contratos derivados, las preocupaciones sobre la disponibilidad de derivados de reemplazo en términos similares a los existentes pueden dar lugar a una exposición excesiva, por lo que Fitch prueba el impacto en la transacción de tener un contrato de derivados estándar y reemplazable. Debido a los diferentes riesgos, estas dos pruebas se deben realizar de forma independiente entre sí.

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

La falta de suficiente aislamiento puede surgir cuando reservas grandes de efectivo (por lo general, el importe 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 fondeadas con inversiones gravadas. Fitch se enfocará en el plazo y la 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 el que la contraparte "salte-a-incumplimiento" ("*jumps-to-default*") sin implementar acciones remediales, podría esperarse que el bono o las emisiones de la transacción calificadas por

encima 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 exposición excesiva de la contraparte.

La dependencia de 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 remediales. Sin embargo, Fitch no clasificará esto como excesivo en el contexto de la metodología. Dicha exposición es, por lo general, subsanable después de un cierto tiempo y resultaría en una falta de pago completo significativamente menor que en el caso de una exposición continua de crédito excesiva. Dividir la exposición de la contraparte entre varias contrapartes puede reducir la dependencia de una sola entidad, pero aumentará la probabilidad de ocurrencia de un evento negativo de contraparte para una de estas instituciones (riesgo de primer incumplimiento de pago o *first-to-default risk*), 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, 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 beneficio del interés superior del originador, administrador o emisor 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 la metodología específica de calificación para activos respectivos.

Los ejemplos proporcionados en esta sección no brindan un panorama integral. Si, según la agencia, una estructura de transacción dada es caracterizada por una dependencia excesiva de una sola contraparte o de un grupo de contrapartes (y, por lo tanto, entra en conflicto con el principio de aislamiento) las calificaciones del bono o las 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 un análisis de terminación (por ejemplo: swap de incumplimiento crediticio [*credit default swap* o CDS]) y de continuación (por ejemplo: swaps de moneda extranjera, de tasas de interés [IR por *interest rate*], límites o pisos de IR). Las especificaciones de cada contrato de derivado son generalmente adaptadas a una transacción dada y son analizadas en detalle.

Se brindan más detalles sobre el análisis de exposiciones de derivados y la documentación International Swaps and Derivatives Association (ISDA, por sus siglas en inglés) en el informe complementario "Metodología de Calificación de Contraparte de Bonos Cubiertos y Finanzas Estructuradas: Apéndice de Derivados".

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

Terminación de Derivados

Para transacciones en las que 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 provocará la terminación de la transacción en general y el repago a los tenedores. Este tipo de estructura puede encontrarse, por lo general, en

bursatilizaciones sintéticas con CDS o, algunas veces, swaps de rendimiento total (TRS por *total return swaps*).

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) que, 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, incluido 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 a través del siguiente análisis: (i) los mecanismos de dar y reemplazar colateral que protejan a una entidad de propósito específico (SPV, por *special-purpose vehicle*) a precio de mercado (*in-the-money*); (ii) la prioridad de los pagos de terminación que serán pagaderos a la contraparte de derivados, si está a precio del mercado (*in-the-money*) al momento de la terminación.

Acciones Remediales para Contrapartes Derivadas

Se espera que las calificaciones de contrapartes sean coherentes con la definición de contrapartes elegibles establecida anteriormente, incluidas las calificaciones mínimas especificadas en la Figura 1. Fitch analiza si los documentos de la transacción reflejan las siguientes opciones de acciones remediales y si obligan contractualmente 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.

Según Fitch, la colateralización es una acción remedial clave para las exposiciones de derivados y una que puede ser ejecutada de manera creíble en un período corto de tiempo. Si la colateralización no está prevista 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 qué acciones remediales se toman dentro de los 14 días naturales después de que la contraparte se vuelva inelegible.

Para el reemplazo o garantía (en jurisdicciones en las que las cláusulas flip no son ejecutables), Fitch espera que la documentación especifique que las acciones remediales se toman dentro de los 30 días calendario.

Para fines de colateralización, la agencia también espera que se firme y ejecute un CSA o una documentación similar, y que se abran cuentas de colateral al momento del cierre de la transacción. Esto facilita la implementación del depósito de garantías por parte de la contraparte en un plazo de 14 días calendario posteriores a la inelegibilidad. 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 general, tomar más de 30 días naturales y, algunas veces, más de dos meses, según la 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 Figura 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 colateralizar para cumplir con el lapso de 30 días naturales (luego de la baja de calificación por debajo de los niveles en la columna Con Colateral de la Figura 1 aplicables).

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

Cláusulas de Revocación (Flip)

Las Cláusulas de Revocación es el término que se utiliza para describir una disposición contractual en la que las prioridades de pago bajo la cascada se reordenan en función de la incidencia de un evento concreto. En el contexto de esta metodología, la cláusula de revocación hace referencia a los pagos de terminación de swap que vencen desde el SPV y son pagados en una posición más alta en la prioridad de pago de la transacción si el evento de terminación lo causa el SPV y en una posición más baja o si el evento de terminación se produce por el incumplimiento de la contraparte derivada.

Muchos casos judiciales vinculados a la quiebra de Lehman Brothers cuestionaron la validez de las cláusulas de revocación, lo que dio como resultado la subordinación de los pagos de terminación. Estos casos han dado lugar a fallos de que dichas cláusulas no son aplicables en EE. UU., si bien han sido confirmadas como aplicables en los tribunales de Inglaterra y Gales. La aplicabilidad en otras partes puede ser incierta, debido a la falta de un precedente legal.

Cuando no existe la suficiente comodidad legal para la aplicación de la cláusula de revocación (por ejemplo, cuando una ley estadounidense rige la cláusula de revocación), Fitch espera mitigantes contra tales disposiciones potencialmente inaplicables. La aplicación de calificaciones mínimas más altas (Figura 1 columna Con Colateral – Sin Cláusula) tiene como objetivo reducir el riesgo de que la contraparte incumpla antes de implementar un reemplazo.

Exposiciones Derivadas Excesivas

Las transacciones 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 de 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, tal como se detalla en la “Metodología de Calificación de Contraparte de Bonos Cubiertos y Finanzas Estructuradas: Apéndice de Derivados”, Fitch analizará si se otorgan importes mayores de colateral en relación con el importe otorgado para los derivados estándar en los que el derivado contiene un nocional de saldo garantizado. El importe mayor de colateral está destinado a aumentar la probabilidad de que sea suficiente fondear el costo de un reemplazo del derivado en el caso de que la contraparte original incumpla antes del nombramiento de un reemplazo. Si el derivado no se considera reemplazable en términos similares, Fitch no dará beneficios a las características no estándar en su análisis.

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 pueden 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 recepción sobre la base de 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 que proporcionan 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 (sobre la base de que el swap de reemplazo puede ser únicamente obtenido en términos que sean de menos soporte para 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 funciones auxiliares para la transacción que, en algunos casos, pueden ser esenciales para mantener los pagos puntuales en las notas. Estas incluyen todas las funciones que no son parte del soporte directo o de categorías derivadas arriba, las cuales incluyen lo siguiente:

- cuentas de cobranza;
- agentes de pago y de cálculo, y
- administradores y fiduciarios que no brindan soporte crediticio.

Las calificaciones mínimas mostradas en la Figura 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, como se especifica en esta sección.

Figura 4 ¿Qué Calificación Se Debe Considerar para los Bancos y Administradores de Cuentas de Cobranza?

Rol	Calificación de Depósitos	IDR
Administrador ^{a, b}	N.A.	IDR LP en todas las instancias.
Cuenta bancaria receptora de cobranza (no es el administrador) ^{a, b}	Cuando las Calificaciones de Depósito se asignan y son aplicables.	Cuando las Calificaciones de Depósito no se asignan o no son aplicables.
Proveedor de cuenta bancaria de cobranza (si es el administrador) ^{a, b}	N.A.	IDR LP en todas las instancias.

^a Consulte la aplicabilidad de las sucursales en la sección Sucursales.

^b 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 supondrá que los desencadenantes de los documentos de transacción hacen referencia a la Calificación de Depósito o DCR en lugar del IDR. Fitch buscará pruebas de que se respeta el desencadenante de calificación vinculado a la Calificación de Depósitos o DCR.

Fuente: Fitch Ratings

Las cuentas de cobranza son cuentas bancarias que se conservan en el nombre del vendedor, agente de servicio u originador. Los tenedores de notas pueden estar expuestos a riesgo de mezcla y/o riesgo de interrupción de pago (PIR, por *payment interruption risk*) en las

transacciones en las que los fondos son inicialmente recibidos en la cuenta de cobranza antes de que los transfieran a la cuenta bancaria abierta a nombre del emisor.

Cuentas de Cobranza: Riesgo de Mezcla

El riesgo de mezcla se define como el riesgo de que los fondos retenidos en la cuenta de cobranza se pierdan debido al incumplimiento del titular de la cuenta de cobranza o al incumplimiento del propio banco en donde fue abierta la cuenta de cobranza.

Fitch considera la frecuencia de transferencia de la cuenta de cobranza a la cuenta del emisor para determinar si el riesgo de mezcla es irrelevante. Si el riesgo no se clasifica como irrelevante, Fitch también examinará el plazo original, promedio ponderado, de los activos y la capacidad de la transacción para mantener los pagos oportunos en las notas tras la pérdida de fondos mezclados para determinar si esto es un factor de riesgo secundario o clave. El riesgo de mezcla no se puede clasificar como un factor de riesgo secundario si la transacción no cuenta con la protección adecuada para mitigar el riesgo de interrupción del pago.

Figura 5

SF Categorías de Riesgo de Mezcla

Categorías de Riesgos	Aplicado a las Transacciones con Cualquiera de las Sigüientes Características	Mitigante del Riesgo												
Factor de riesgo clave	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, del activo de menos de dos años. o Transacciones sin protección adecuada para PIR (ver Riesgo de Interrupción de Pago a continuación) al ocurrir una pérdida de fondos de cuenta de cobranza.	Implemente las acciones que se detallan en la sección Acciones Remediales para Exposición por Mezcla si la contraparte no tiene la calificación mínima tan alta como las siguientes mínimas de las contrapartes:												
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>Calificación de la Nota Más Alta</th> <th>Calificación Mínima de Contraparte, Riesgo Clave</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>AAA_{sf}</td> <td>A o F1</td> </tr> <tr> <td>AA_{sf}</td> <td>A- o F1</td> </tr> <tr> <td>A_{sf}</td> <td>BBB o F2</td> </tr> <tr> <td>BBB_{sf}</td> <td>BBB- o F3</td> </tr> <tr> <td>BB_{sf}</td> <td>Calificación de nota</td> </tr> <tr> <td>B_{sf}</td> <td>Calificación de nota</td> </tr> </tbody> </table>	Calificación de la Nota Más Alta	Calificación Mínima de Contraparte, Riesgo Clave	AAA _{sf}	A o F1	AA _{sf}	A- o F1	A _{sf}	BBB o F2	BBB _{sf}	BBB- o F3	BB _{sf}	Calificación de nota
Calificación de la Nota Más Alta	Calificación Mínima de Contraparte, Riesgo Clave													
AAA _{sf}	A o F1													
AA _{sf}	A- o F1													
A _{sf}	BBB o F2													
BBB _{sf}	BBB- o F3													
BB _{sf}	Calificación de nota													
B _{sf}	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 sea de dos años o más y haya protección adecuada contra PIR al ocurrir una pérdida de fondos de cuenta de cobranza).	Implemente las acciones que se detallan en la sección Acciones Remediales para Exposición por Mezcla si la contraparte no tiene la calificación mínima tan alta como las siguientes mínimas de las contrapartes:												
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>Calificación de la Nota Más Alta</th> <th>Calificación Mínima de Contraparte, Riesgo Secundario</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>AAA_{sf}</td> <td>BBB o F2</td> </tr> <tr> <td>AA_{sf}</td> <td>BBB o F2</td> </tr> <tr> <td>A_{sf}</td> <td>BBB o F2</td> </tr> <tr> <td>BBB_{sf}</td> <td>BBB- o F3</td> </tr> <tr> <td>BB_{sf}</td> <td>Calificación de nota</td> </tr> <tr> <td>B_{sf}</td> <td>Calificación de nota</td> </tr> </tbody> </table>	Calificación de la Nota Más Alta	Calificación Mínima de Contraparte, Riesgo Secundario	AAA _{sf}	BBB o F2	AA _{sf}	BBB o F2	A _{sf}	BBB o F2	BBB _{sf}	BBB- o F3	BB _{sf}	Calificación de nota
Calificación de la Nota Más Alta	Calificación Mínima de Contraparte, Riesgo Secundario													
AAA _{sf}	BBB o F2													
AA _{sf}	BBB o F2													
A _{sf}	BBB o F2													
BBB _{sf}	BBB- o F3													
BB _{sf}	Calificación de nota													
B _{sf}	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 acciones. El riesgo para la transacción es visto como no material.												

Figura 5

SF Categorías de Riesgo de Mezcla

Categorías de Riesgos	Aplicado a las Transacciones con Cualquiera de las Sigüientes Características	Mitigante del Riesgo
-----------------------	---	----------------------

Fuente: Fitch Ratings

Algunas jurisdicciones permiten la creación de estructuras de cuenta de cobranza que, al ser adecuadamente ejecutadas, aíslan de la insolvencia del administrador los fondos que se tienen en nombre del administrador en la cuenta bancaria de cobranza. Si, en tales casos, se proporciona comodidad legal suficiente con respecto a la capacidad de ejecución de los acuerdos en torno a la cuenta de cobranza, Fitch vería esta estructura como un mitigante suficiente para el riesgo de mezcla que surge del incumplimiento del administrador.

Fitch considera que este es el caso de Australia y el Reino Unido (donde el emisor se beneficia de una declaración de confianza debidamente ejecutada), de Francia (donde dichas estructuras se denominan cuentas especialmente dedicadas) y de los Países Bajos (donde los pagos del acreditado se cobran en cuentas mantenidas por fundaciones de cobranza remotas de bancarota). Dichas estructuras no protegen a los fondos de la insolvencia del banco que tiene la cuenta bancaria de cobranza, y Fitch, en consecuencia, se basa en acciones remediales acorde con la sección Acciones Remediales para Exposición por Mezcla para mitigar el riesgo hacia la cuenta bancaria de cobranza.

Acciones Remediales para Exposición por Mezcla

Las medidas remediales en los documentos de la transacción pueden incluir lo siguiente a fin de mitigar el riesgo por mezcla hacia el tenedor de la cuenta de cobranza (por ejemplo, el vendedor/originador/administrador) y hacia el banco en donde está domiciliada la cuenta bancaria de cobranza, y se deben aplicar a ambas contrapartes:

- obtención de una garantía de una contraparte que cumpla con las calificaciones mínimas pertinentes, de acuerdo con la Figura 5 para los importes de exposición de mezcla;
- la sustitución de la contraparte no elegible por una contraparte que cumpla con las calificaciones mínimas pertinentes, de acuerdo con la Figura 5,
- lo que proporciona mitigantes estructurales adecuados, tales como:
 - transferencia del recaudo a las cuentas del emisor dentro de dos días hábiles;
 - proporcionar activos adicionales o reservas de efectivo para cubrir la cantidad de exposición de mezcla;
 - notificar a los acreditados para que realicen pagos directamente en la cuenta del emisor.

El titular de la cuenta de cobranza (es decir, el vendedor/originador/administrador) y el banco de la cuenta de cobranza no pueden ser la misma entidad. En los casos en los que las disposiciones legales aplicables protejan los fondos cobrados del incumplimiento del vendedor/originador/administrador, las acciones remediales en el banco de la cuenta de cobranza son suficientes. En los casos en los que el administrador sea responsable de manera contractual o legal ante el emisor por los fondos perdidos tras la insolvencia del banco de la cuenta de cobro, serán suficientes las acciones remediales del administrador.

Se espera que los mitigantes estructurales se apliquen en un plazo de 14 días calendario posteriores a la pérdida de elegibilidad de la contraparte, tal como se define en la Figura 5, excepto en lo que respecta a la garantía y el reemplazo, que puede tardar hasta 30 días (o hasta 60 días en los casos en que el requisito de calificación mínima de la contraparte se establece contractualmente en 'AA-' o 'F1+').

Para los activos adicionales (neto de pérdidas esperadas) proporcionados para cubrir la exposición por mezcla, Fitch compara el saldo de los activos adicionales con la cantidad de

exposición por mezcla calculada como se describe en el cuadro de texto Dimensión de la Cantidad de Exposición por Mezcla (esto es: elementos de la "a" a la "c").

En el caso de las reservas de efectivo dedicadas exclusivamente a cubrir la pérdida por mezcla, en la fecha de emisión comparamos el tamaño de la reserva de efectivo con el de la cantidad de exposición de mezcla sin ningún ajuste de pérdida (esto es: según los elementos de la "a" a la "c" del cuadro de texto que aparece a continuación) para evaluar la cobertura completa.

En caso de que no haya suficientes mitigantes o reservas de efectivo dedicadas para proteger completamente la transacción, Fitch deducirá del saldo de activos al inicio del período que se analiza en nuestro modelo de flujo de efectivo el componente de principal (esto es: elementos de la "a" a la "b" en el cálculo descrito en el cuadro de texto que aparece a continuación) de la cantidad de exposición de mezcla que no está cubierto de otra forma por reservas de efectivo dedicadas. En clases de activos en las que no se utiliza ningún modelo de flujo de efectivo, la cantidad de exposición de mezcla (por ejemplo: los elementos de la "a" a la "d" en el cálculo que se describió en el recuadro de texto que aparece a continuación) será calculada en el modelo del activo.

En el caso de las reservas de efectivo no dedicadas exclusivamente a la pérdida de mezcla, Fitch comprobará que las reservas de efectivo se puedan utilizar para cubrir posibles pérdidas de mezcla y las modelará para probar si estarán disponibles para cubrir la cantidad de exposición de mezcla.

Dimensión de la Cantidad de Exposición por Mezcla

Fitch ve la duración del período de exposición por mezcla igual al tiempo que permanecen los cobros en la cuenta de cobranza antes de que se transfieran a las cuentas del emisor. (Esta es la suma del período de cobranza y el tiempo que las cobranzas permanecen en la cuenta de cobranza después del final del período de cobranza, y puede diferir de la frecuencia de transferencia). Una cantidad de exposición por mezcla para un período de exposición de compensación de un mes se calcula de la siguiente manera antes de que se ajuste a la duración del período de exposición por mezcla real:

- Para las nuevas calificaciones, se calcula una exposición por mezcla de un mes; la cantidad se calcula como la media de los primeros 12 meses de la suma de los siguientes elementos:
 - a) las cobranzas principales basadas en un calendario de amortización del portafolio de la transacción; más
 - b) los prepagos principales previstos con base de datos históricos de prepago; más
 - c) pagos de intereses basados en el programa de amortización de la cartera teniendo en cuenta los prepagos. Para los pagos de interés de tasas variables, 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
 - d) las pérdidas de activo específico correspondientes a la categoría de calificación cuando son vistas como material importante (ejemplo: exposición de mezcla estimada de 5 % puede ajustarse por pérdidas de activo de 20% a 4%).
- Para la vigilancia de las calificaciones, Fitch utilizará la cantidad de exposición calculada para las nuevas calificaciones o la exposición de compensación calculada para la última revisión de transacción reajustada para que refleje la nueva amortización de activos. En ambos casos, la verosimilitud de la cantidad de exposición calculada se debe comprobar con el informe del administrador y, si es significativamente diferente (en la mayoría de los casos, las desviaciones de 20 % o más), debe ajustarse para que refleje las cobranzas observadas.

Detalles del Cálculo:

Las fracciones del mes se calculan como el número de días de exposición dividido por 30.5. Si un período de exposición de compensación y mezcla supera un mes, pero por menos de una semana, solo se considera una exposición de un mes.

En el caso de las nuevas calificaciones, los meses con pagos únicos, como los pagos crecientes o únicos en la fecha de vencimiento, o las participaciones inusualmente altas o bajas a corto plazo en retención de cobranza se excluyen de (a) arriba, y el período para el cálculo del promedio se debe aumentar en el número de meses excluidos (es decir, la media de los primeros 13 meses se utiliza si se excluye un mes). Para la vigilancia de las calificaciones, los picos de pagos únicos se excluyen al comparar las cantidades de exposición de mezcla calculadas para las cobranzas en función del informe del prestador.

Cuentas de Cobranza: Riesgo de Interrupción de Pago

El riesgo de interrupción del pago es el riesgo de que una transacción no pueda realizar pagos a tiempo a los inversionistas de las notas tras una interrupción del proceso de cobranza. Cabe destacar que Fitch cree que tal interrupción puede producirse a pesar de la mitigación del riesgo de continuidad del servicio (consulte Apéndice 1).

El período de interrupción del pago estándar que Fitch supone es el período de tres meses o un período de un pago.

Sin embargo, la duración del período de interrupción del pago que se supone en el análisis de Fitch podría ser mayor o menor en función de lo siguiente:

- disposiciones legales específicas y aplicables;
- acuerdos específicos de la transacción (por ejemplo, la frecuencia de la transferencia de fondos a una cuenta de emisor que cumpla los requisitos; el método de pago de los acreditados, ya sea que se haya establecido un acuerdo de espera con el administrador en el momento del cierre), o

consideraciones específicas del administrador y del mercado (por ejemplo, la estandarización de activos, la disponibilidad de servicios de sustitución y anteriores a las transferencias de servicio, el impacto de la insolvencia de un administrador en los cobros y el reenvío de pagos o la duración del período de notificación del acreditado).

Según Fitch, el PIR puede ser irrelevante si existen disposiciones legales específicas y ejecutables (y Fitch no tiene ninguna prueba de lo contrario). Fitch considera que los EE. UU. cumple estos criterios, dado el impacto mínimo de la insolvencia de un *servicer* en los cobros y el reenvío de pagos a las cuentas del emisor.

Para transacciones en las que una parte significativa de la mejora crediticia sea en forma de efectivo depositado en las cuentas del emisor, las calificaciones de las notas se limitarán a la calificación del banco en donde está abierta la cuenta debido a una dependencia excesiva de contraparte directa (consulte la sección [Dependencia Excesiva de la Contraparte Directa](#)). Cuando el nivel de límite se encuentra en 'A+sf' o inferior, se considera que el PIR está mitigado por la cantidad significativa de liquidez resultante de la dependencia excesiva.

Para las notas en las que los pagos pueden aplazarse en cualquier circunstancia sin causar un evento de incumplimiento (incluso cuando se trata de la nota más importante de la estructura), Fitch considera que no hay PIR y puede calificarse hasta 'A+sf' sin mitigantes adicionales. Según la *Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas* de Fitch, 'AAA sf' y 'AA sf' solo pueden asignarse cuando Fitch espera que no se presenten pagos diferidos en el escenario de calificación correspondiente a la calificación de la nota, independientemente de si los términos y condiciones de las notas permiten diferir el pago de intereses. Si no se mitiga, el PIR expondría a los tenedores de notas a un riesgo de aplazamiento de pago de intereses que no es compatible con las calificaciones 'AAA sf' y 'AA sf'. En la mayoría de los casos, Fitch considera que el PIR es irrelevante para las notas que califica hasta 'A+sf' y si los pagos se pueden diferir en cualquier circunstancia sin causar un evento de incumplimiento (incluso cuando son la nota más importante de la estructura). Ver la "Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas" para el enfoque de Fitch sobre la propensión de prórroga de notas.

Si el PIR no se considera deficiente, Fitch busca los siguientes errores.

Figura 6 Mitigantes de Interrupción de Pago por Categoría de Calificación

Categoría de Calificación de Nota ⁷	Medida Mitigante
AAA sf y AA sf	• Liquidez según lo establecido en la sección Uso de Liquidez para Mitigar el Riesgo de Interrupción de Pago, o

⁷ Véase el "Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas" para conocer el enfoque de Fitch sobre prorroabilidad de notas.

Figura 6
Mitigantes de Interrupción de Pago por Categoría de Calificación

Categoría de Calificación de Nota7	Medida Mitigante
	<ul style="list-style-type: none"> tanto el administrador como el banco de cuentas de cobranzas son contrapartes elegibles (como se indica en la Figura 1 (columna Sin Colateral), y se han documentado medidas remediales para las contrapartes de soporte directo (de acuerdo con estos criterios) para el banco de cuentas de cobranza y para el administrador. Si el banco de cuentas de cobranza y el administrador son entidades independientes y las disposiciones legales aplicables protegen los fondos cobrados del incumplimiento del administrador, las acciones remediales en el banco de cuentas de cobro son suficientes. En los casos en los que el administrador es responsable de manera contractual ante el emisor por los fondos perdidos tras la insolvencia del banco de la cuenta de cobro, las acciones remediales del administrador serán suficientes.
Asf e Inferior	<ul style="list-style-type: none"> Las acciones anteriores, o las opciones a continuación. No se esperan medidas adicionales si se han implementado todas las opciones siguientes: <ul style="list-style-type: none"> la transferencia de fondos cobrados de cuentas de cobranza dedicadas se realiza al emisor en un plazo de dos días hábiles; el banco de cuentas de cobranza y el administrador son bancos regulados domiciliados en mercados desarrollados; la calificación de la nota SF no es superior a cinco escalones por encima de la calificación LP del banco de cuentas de cobranza o del administrador; tanto el banco de la cuenta de cobro como el administrador están calificados como mínimo en 'BB-'.

Fuente: Fitch Ratings

En el caso de notas con una calificación de hasta 'A+sf', Fitch aplicará un enfoque caso por caso si los bancos de cuentas de recaudo o los *servicers* tienen una calificación inferior a 'BB-', no están calificados por Fitch o se encuentran domiciliados en mercados no desarrollados en los que las calificaciones de Fitch se limitan a la categoría 'BBBs'f' o inferior. En estos casos, Fitch evaluará la combinación de mitigantes alternativos que pueden incluir la configuración de recaudo, la frecuencia de pago de las notas, las disposiciones legales y las circunstancias específicas en las que surge el PIR. En cuanto al banco de cuentas de recaudo y al *servicer*, Fitch puede examinar el entorno legal de la jurisdicción en particular, la posición de la contraparte en su respectivo mercado y las calificaciones asignadas por otras agencias reconocidas internacionalmente. La agencia revelará el enfoque aplicado, si es diferente a esta metodología, en criterios específicos del sector o en informes de transacciones.

En algunos casos excepcionales, un banco calificado de manera 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, la institución puede soportar una nota de grado de inversión si Fitch considera que una disrupción operacional durante la resolución es extremadamente poco probable. De lo contrario, la incertidumbre en torno a la viabilidad de un banco podría exponer las notas SF al PIR.

Uso de Liquidez para Mitigar el Riesgo de Interrupción de Pago

Siempre que haya un administrador de efectivo o un agente de pago independiente del administrador correspondiente y pueda utilizar los fondos para pagar notas.

El PIR se puede mitigar mediante las siguientes formas de liquidez:

- una reserva de efectivo;
- una instalación de liquidez;
- anticipos de un administrador maestro, entidad de anticipos de respaldo o fiduciario.

La reserva de efectivo, la instalación de liquidez o los anticipos se deben mantener o proporcionar por una contraparte que cumpla los rangos de elegibilidad de la Figura 1: Sin Colateral y haya establecido las medidas remediales contractuales para las contrapartes de soporte directo.

Dimensión de la Cantidad de Exposición por PIR

Fitch determinará la cantidad de exposición por PIR durante el período de interrupción de pago calculando la suma de los siguientes:

- costos sénior (la comisión aproximada del administrador como se detalla en la metodología sector específico respectivo o en la metodología de criterios a la medida [en un escenario de calificación 'Bs' cuando se especifique]);
- pagos netos de las contrapartes de instrumentos financieros derivados;
- pagos de intereses senior para los que un impago constituye un evento de incumplimiento (para notas calificadas 'AAAsf' o en la categoría 'AAsf' independientemente de si el interés es diferible, porque Fitch espera un pago puntual en estas calificaciones), y
- cualesquier pago de principal calendarizado (que no se pueden aplazar) que venza durante el período de interrupción de pago.

Fitch calculará la tasa flotante de los pagos de swap netos para las contrapartes y los pagos de intereses sénior basados en el máximo de la tasa de interés de referencia actual de las notas y la tasa de equilibrio como se especifica en el informe "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 arriba), calcular pagos de intereses basados en la tasa de interés de referencia actual es suficiente, dado que un ambiente de tasa de interés creciente es protegido por las disposiciones de recalibración en curso (*ongoing top-up provisions*) bajo el contrato de reserva. Fitch espera que la contraparte de recalibración cumpla los requisitos de calificación de la columna 1 de la Figura 1 y que tenga medidas remediales documentadas en línea con las de las contrapartes de soporte directo.

Notas: Las reservas de efectivo disponibles, las facilidades de liquidez o los avances en las transacciones de SF están destinados a proteger contra el PIR (cuyo tamaño se ha descrito anteriormente), pero también pueden ser necesarios para proteger contra los déficits de intereses derivados del desempeño de las transacciones para todas las notas no diferibles. Fitch solo asignará calificaciones de notas 'AAAsf' y 'AAsf' si no se esperan diferimientos de intereses en el escenario de estrés específico de calificación. Consulte la "Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas" para conocer el enfoque de Fitch sobre la capacidad de prórroga o de prorrogabilidad/de ser diferido.

Para reservas de liquidez no amortizables o reservas de liquidez amortizables en las que 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" (*point in time*) para probar la cobertura total del monto calculado anterior. Esta evaluación será aplicada para nuevas calificaciones o cuando el enfoque en esta metodología sea primero aplicado y no se repita en revisiones futuras si la tasa de interés real está por debajo 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 o en los que la disponibilidad de la reserva puede erosionarse, Fitch desempeñará una evaluación de caso por caso dependiendo de las

características de amortización y reposición de la reserva para probar la cobertura total durante el tiempo de vida de la transacción en su modelo de flujo de efectivo u otra herramienta importante.

Si una reserva de efectivo también puede ser dispuesta para cubrir pérdidas de activos (es decir, una reserva dedicada sin liquidez) podría no estar disponible para cubrir riesgo de PIR si ha sido previamente reducido por desempeño de activo deficiente. Para este tipo de reserva:

- Para una nueva emisión: Fitch evaluará la cobertura completa de la exposición PIR en cualquier momento durante la vida de la transacción corriendo el modelo de flujo de efectivo (o si no se realiza ningún modelado de flujo de fondos, el análisis comprobará que el exceso de margen disponible es suficiente para cubrir la pérdida de crédito que agotaría la reserva en el escenario de estrés de calificación) suponiendo los estreses de calificación relevantes de la nota (utilizando el tiempo predeterminado, el estrés de tasas de interés y el escenario de prepago que deriva la calificación de las notas).
- Durante las revisiones de vigilancia se debe tener en cuenta lo siguiente:
 - Fitch evaluará la cobertura total de la exposición PIR con el monto de reserva actual junto con una evaluación de su cobertura continua 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.
 - Es necesario realizar un análisis de cobertura a largo plazo antes de poder subir la calificación de las notas para evitar posibles fluctuaciones de calificación derivadas de los cambios en desempeño a corto plazo. Para las transacciones con (i) historial de desempeño prolongado (cinco años o más), (ii) una reserva que haya proporcionado de forma coherente cobertura completa de la exposición PIR y (iii) ninguna expectativa a mediano o largo plazo de que la cobertura de reserva caiga por debajo de la exposición PIR, Fitch no ve la naturaleza no dedicada de la reserva para limitar las calificaciones de las notas si proporciona cobertura completa.

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 activos. A menudo, 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 interrupción 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. Si el período de retención supera los dos días hábiles, Fitch aplicará la sección Riesgo de Mezcla también a los agentes de pago y administración de efectivo.

El análisis de Fitch se basa en que dichos roles sean realizados por contrapartes que tienen una experiencia extensa 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.

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 según cada caso, lo que podría incluir acuerdos de respaldo.

Custodios y Fiduciarios de Salvaguarda

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 según 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 los que 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 varía entre jurisdicciones, clases de activos 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 *deposit guarantee schemes*)⁸ 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 podría 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 lo siguiente: (i) la medida en la que los emisores/depositarios son elegibles para protección bajo el DGS aplicable, por ejemplo: 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 con los límites de pago individual, por ejemplo: EUR100,000 por depositante, y (iv) la capacidad financiera del DGS, tomando en cuenta sus propios fondos y la propensión al 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 a las especificaciones de la ley. Incluso cuando la ley ordene que la compensación 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 que las características de la compensación son específicas de su jurisdicción, su mitigación se aborda según 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 la incorporación de mitigantes en la documentación de la transacción. Se esperará que una contraparte elegible documente las acciones remediales, las

⁸ En el caso de los EE. UU., la Corporación Federal de Seguro de Depósitos.

cuales deberán ser implementadas dentro de los 14 días naturales después de que la contraparte se vuelva inelegible si se utilizará colateral (el cual puede ser el caso para reservas de compensación), de otra forma dentro de los 30 días naturales. Las acciones remediales incluyen las siguientes:

- encontrar un garante elegible para los montos expuestos al riesgo de compensación, 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 supondrá 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 remedial del cierre de la transacción, usualmente en la forma de una reserva de una compensación dinámica. De forma alternativa, 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

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

- Los procesos por 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 a sí misma (por ejemplo, debido a incumplimiento antes de implementar el reemplazo).
- Los costos de cobertura que puedan surgir de las acciones remediales. 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 como 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 de que la contraparte propuesta sea coherente 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 la Figura 1, la definición de Fitch de una contraparte elegible se convertirá en una escala nacional a través de la misma escala de letras. Por ejemplo, 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 con el 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 esta metodología, 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 estructuración de las transacciones y determina su opinión de calificación sobre la base de las estructuras presentadas. La agencia reconoce que no hay un solo mitigante a través del cual el riesgo de contraparte puede eliminarse por completo. En algunos casos, las estructuras no siguen las disposiciones de la metodología, o lo hacen parcialmente.

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

- ¿La exposición de la contraparte es relevante para la calificación? La relevancia 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 relevante es la desviación a la luz de la estructura general de la transacción y los documentos de esta?
 - En los casos en los que la contraparte actual es calificada por Fitch y los desencadenantes de la calificación únicamente dejan de aplicar si Fitch ha retirado su calificación de la contraparte, la desviación no es vista como relevante.
 - En la vigilancia de las transacciones estadounidenses: Cuando las cuentas del emisor se encuentran actualmente en cuentas fiduciarias (consulte la sección Estructuras de Cuentas Fiduciarias) con una institución sujeta al Título 12 C.F.R. § 9.10(b) (o regulaciones sustancialmente idénticas) y cuando la documentación de la transacción permite que las cuentas del emisor se establezcan en un formato distinto a una cuenta fiduciaria como se describió anteriormente, y sin desencadenantes de la calificación o medidas correctivas, la desviación no es vista como importante.
- ¿Hay otros mitigantes estructurales que aborden suficientemente los riesgos de contraparte para las transacciones?

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

En caso de materialidad, Fitch puede aún ajustar la aplicación de estos criterios para que reflejen los riesgos de una transacción específica. Estos ajustes se denominan variaciones y se describen en Variaciones Metodológicas.

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 podrían 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 esta. 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), serán, por ejemplo, considerados en esta evaluación.

Ausencia de Provisión de Colateral como Acción Remedial

Según Fitch, la colateralización es una acción remedial 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 correlacionados (ejemplo: Euribor de un mes contra Euribor de tres meses) o tienen una frecuencia de reajuste similar, pero no exactamente coincidente (ejemplo: mensual frente a 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 suponemos que un swap de tasa base no puede reemplazarse fácilmente, las calificaciones de SF no estarían generalmente restringidas por la Calificación LP 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 prepago 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 por encima de la Calificación LP de la contraparte.

Swaps de Divisas: Según la experiencia de Fitch, el riesgo de cambiarlo en moneda extranjera en las transacciones SF es raramente un determinante marginal de calificación. Tras la ausencia de provisión de colateral para cubrir porciones significativas del activo calificado y la cobertura de prepago y/o riesgo de incumplimiento sobre los activos, es, por lo tanto, probable que se conduzca a limitar a la Calificación de LP de la contraparte, o a una muy limitada alza de la Calificación LP de la contraparte.

Colateral Insuficiente

En situaciones en las que las disposiciones de colateral documentadas darían lugar a menos colateral que es fijado que el que está alineado con los criterios actuales de Fitch, la agencia puede concluir que el colateral dado es suficiente para resistir un estrés de calificación más baja (ejemplo: un bono de finanzas estructuradas podría ser degradado, pero aun así alcanzar calificaciones más altas que las de la Calificación LP del proveedor del derivado) o la mejora crediticia que se ha 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 escalones por encima de la Calificación LP 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 sobre 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 coherente con la metodología de Fitch, el análisis de materialidad de la agencia considerará la exposición máxima en esa inversión, el plazo de la inversión, además de 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 escalón, 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-'.
- En la vigilancia de las transacciones en las que la documentación relacionada no cumpla nuestras metodologías de inversión calificada existentes, Fitch verificará que los fondos del emisor se inviertan, de manera que cumpla nuestra metodología. Si Fitch cree que la estrategia de inversión del emisor también se mantendrá en consonancia con nuestra metodología de inversión calificada, esta inconsistencia se considerará como no sustancial.

Plazo Remedial

Fitch considera que una extensión de los plazos remediales 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, se excluirá dicha exposición del colchón de liquidez, medido de acuerdo con 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 probablemente estarían limitadas a la calificación de la contraparte. Un ejemplo es un banco obligado al reemplazo más allá del plazo de tiempo remedial, que 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 LP 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 LP de la contraparte.

No Acción Remedial ante la Inelegibilidad de la Contraparte

Fitch analizará el impacto en la transacción si una contraparte pierde la elegibilidad, los cambios legislativos restringen su capacidad para cumplir con las obligaciones contractuales o no toma las medidas remediales adecuadas dentro del plazo aplicable. Fitch espera que la contraparte prepare un plan de soluciones detallado, de modo que Fitch pueda determinar si la acción remedial se producirá a 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 remedial 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. La agencia 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 remediales contractualmente obligadas al perder la elegibilidad. Al no tomar acción remedial como se acordó contractualmente, 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.

Si una contraparte no ha tomado las medidas remediales necesarias después de una disminución, el hecho de que estas medidas se ignoraran indica que también se pueden ignorar en el futuro. Si una contraparte vuelve a mejorar posteriormente a un nivel de calificación que cumpla con el requisito de calificación documentado, será premisa de Fitch suponer que las acciones remediales también se ignorarán en el futuro si no se proporciona un soporte sólido para apoyar una visión diferente. Como resultado, las calificaciones de la nota que se limitaron o redujeron debido a la inactividad de la contraparte no se actualizarán a su nivel original después de las mejoras de la contraparte.

Transacciones Reestructuradas

Cuando las partes reestructuran una transacción con niveles más bajos para acción remedial, 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 remediales modificados sean observados, las calificaciones del bono serán consideradas los niveles más bajos en relación con la Figura 1 para las exposiciones relevantes. Cuando la agencia no espera que dichas disposiciones revisadas sean respetadas o la acción remedial futura sea tomada, la transacción será analizada como si la reestructura no se hubiera llevado al cabo, de acuerdo con 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, y asumirá el 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, por ejemplo, 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, es probable que el derivado sea material para la calificación global. Cuando la exposición derivada es material para el análisis de calificación global, la calificación del bono será limitada a la más alta de las siguientes: (i) la contraparte y (ii) la calificación que pueda ser soportada por los flujos de efectivo de la transacción sobre una base no cubierta.

Contrapartes de Soporte Directo: Cuenta Bancaria del Emisor (Transacciones No Reestructuradas)

Fitch analizará la capacidad de la transacción para pagar a los tenedores de deuda, suponiendo que el banco de la cuenta del emisor (también conocido como transacciones o *indenture trustee* en EE. UU.) no se sustituye hasta después de su incumplimiento. La agencia ve casos de riesgo operacional, así como combinaciones de riesgos operativos y de crédito, para los bancos de cuentas del emisor sin disposiciones para sustitución o cuando no se han respetado las disposiciones documentadas.

Fitch considera que los bancos de cuentas de emisores tienen un riesgo puramente operativo cuando solo mantienen los montos que se van a pagar a los tenedores de notas y a otros acreedores sénior durante unos días antes de que se extraigan por completo en la fecha de pago. En todos los demás casos, Fitch considera que tanto el riesgo operativo como el de crédito están presentes.

Cuando la exposición está relacionada tanto con el crédito como con la operación, y el banco de cuentas del emisor es una institución regulada en un mercado desarrollado, Fitch limitará la calificación de la nota a la calificación inferior implícita en los dos pasos siguientes:

Paso 1: La mayor de las siguientes:

- la calificación del banco en donde está abierta la cuenta, y
- la calificación que puede soportar que los flujos de fondos de transacciones si Fitch supone que se pierden las cantidades expuestas al banco de la cuenta del emisor correspondiente.

Paso 2: La menor de las siguientes:

- 'A+sf', y
- cinco escalones por encima de la calificación LP del banco de la cuenta.

Si la exposición es puramente operativa, y el banco de cuentas del emisor es una institución regulada en un mercado desarrollado, Fitch solo aplicará el Paso 2.

Cuando el banco de cuentas del emisor no es una institución regulada en un mercado desarrollado, la calificación de la transacción se limitará a la calificación de la contraparte.

Para calificaciones nuevas, Fitch basa su análisis en que el principio de aislamiento de contrapartes se mantenga. Para que la transacción pueda soportar calificaciones que excedan la calificación del banco en el que se recibirán los recursos, la agencia por lo tanto, evaluará la medida en la que la estructura es coherente con la sección Acciones Remediales para Contrapartes de Soporte Directo y Acciones Remediales para Contrapartes Derivativas que se vuelven no elegibles, las cuales, junto con la Figura 1 de la metodología, prevén un alza máxima de cinco escalones por encima de la calificación mínima del banco (para que incluyan las exposiciones crediticias y operativas).

Contrapartes de Soporte Directo: Otras Contrapartes de Soporte Directo (Transacciones No Reestructuradas)

Para otras contrapartes de soporte directo sin exposición operacional (como proveedores de facilidades de liquidez e inversiones calificadas), la calificación de la nota se limitará de acuerdo con el Paso 1 anterior.

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 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 escalones por arriba de la calificación más baja de la contraparte para que reflejen la exposición operacional continua (véase sección Riesgo de Interrupción de Pago). Cuando la continuidad de los flujos de efectivo está expuesta a una institución no bancaria y no existen otros mitigantes, la calificación de la nota se limitará a la calificación de la contraparte para que refleje la exposición operacional no mitigada en curso.

Para evitar dudas, las partes de la transacción pueden buscar estipular acciones remediales contractualmente 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 informe 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 establece explícitamente que las calificaciones para CVB estén principalmente impulsadas por el riesgo crediticio del emisor, según lo medido por su calificación, como se detalla en la "Metodología de Calificación de Bonos Cubiertos". 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.
- **Alza de la Calificación:** Los tenedores del CVB tienen un recurso pleno en contra de la institución financiera emisora, por lo que, mientras sea solvente, el emisor pagará el CVB cuando se debe, independientemente del desempeño de los activos que lo respaldan y las contrapartes. El alza de la calificación representa la posición favorable del CVB sobre la deuda sénior no garantizada en jurisdicciones en las que los marcos de resolución incluyen una herramienta de rescate para pasivos garantizados, de la cual se excluyen los pasivos garantizados y bonos cubiertos plenamente garantizados. La calificación CVB está inherentemente vinculada a la del emisor, ajustado por el alza del programa IDR (tal y como se define en Covered Bonds Rating Criteria), a pesar de cualquier riesgo de contraparte.
- **Análisis de Evento de Continuidad de Pagos (PCU por *Payment Continuity Uplift*):** 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 PCU es la evaluación de los mecanismos de protección de la liquidez en los programas individuales, tal como se describe en el informe Covered Bonds Rating Criteria.
- **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 de la calificación del emisor ajustada por el alza de la calificación. Como consecuencia, para los programas CVB, la columna de la izquierda de la Figura 1 se refiere a la calificación evaluada sobre la base de la probabilidad de incumplimiento (PD, *probability of default*), en lugar de la calificación CVB asignada.
- **Fitch Diferencia entre Contrapartes Externas e Internas:** Los 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 con la calificación CVB, ya que los inversores CVB solo 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 con la calificación CVB, tal y como se define en la Figura 9 de la Metodología de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Apéndice de Derivados, el análisis de Fitch depende de que el emisor administre la tasa de interés y/o desajustes de divisas entre los activos que respaldan la emisión y el CVB, y no presiona tasa de interés y/o desajustes de divisas no cubiertas (*unhedged*) en su análisis cuantitativo. Hay

más detalles sobre el enfoque disponibles en la sección Emisores con Calificaciones Altas de la “Metodología de Calificación de Contraparte de Bonos Cubiertos y Finanzas Estructuradas: Apéndice de Derivados”.

Dependencia de CVB de Emisores CVB

Los CVB son instrumentos de deuda sénior 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. Fitch considera que el riesgo de contraparte se mitiga suficientemente en un escenario de estrés correspondiente a la calificación del emisor más el alza calificación.

Si, entre otras cosas, existen disposiciones adecuadas para mitigar el riesgo de contraparte el CVB puede calificarse con base en una PD superior a la calificación del emisor más el alza de la calificación. En estos casos, la calificación máxima probada para el pago puntual será la calificación alineada con las calificaciones mínimas de la contraparte de la Figura 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 sobrecolateral 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 Figura 1.

Cuando un programa CVB se basa en contrapartes internas (el emisor actúa 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, la agencia 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 informe y en la “Metodología de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Apéndice de Derivados”.

Los programas CVB son dinámicos, lo que genera que cuando la calidad crediticia del emisor se deteriora, los emisores pueden (y, por lo general, 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 Covered Bonds Rating Criteria.

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 general, 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, riesgo de mezcla) 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 los montos de efectivo pertenecientes al grupo de cobertura se separan eficazmente 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 con la calificación estresada del CVB en una base de PD (véase Figura 1), incluidas 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 riesgo de mezcla relacionado con el banco de cuenta de cobranza.

Las disposiciones de contraparte documentadas incluyen las siguientes: obtener una garantía elegible para los montos con riesgo de mezcla; reemplazo con una contraparte elegible; redirección de las cobranzas directamente a un banco de cuenta de cobranza elegible; brindar mitigantes estructurales adecuados. Se espera que las opciones remediales basadas en mitigantes estructurales se apliquen dentro del marco de tiempo establecido en esta metodología.

La determinación de la PCU, tal como se describe en Covered Bonds Rating Criteria, 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, la agencia 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 Figura 1 o el nivel de calificación de emisor ajustada por el alza de la calificación.

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 con 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

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 por mezcla pueden relacionarse con 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 en la que el notional 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 con la longitud de la exposición y clasificará el riesgo de mezcla en tres categorías:

Figura 7
Categorías de Riesgo de Mezcla para Bonos Cubiertos

Categorías de Riesgos	Definición	Medida Mitigante														
Factor de Riesgo Clave	La longitud de la exposición de mezcla es mayor que un mes.	<p>Implemente las acciones que se detallan en la sección Acciones Remediales para Exposición por Mezcla si la contraparte no tiene la calificación mínima tan alta como las siguientes calificaciones mínimas de contrapartes:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Calificación CVB sobre 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 sobre 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 sobre 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															

Figura 7
Categorías de Riesgo de Mezcla para Bonos Cubiertos

Categorías de Riesgos	Definición	Medida Mitigante														
Factor de Riesgo Secundario	La longitud de exposición de mezcla es un mes o menos.	<p>Implemente las acciones que se detallan en la sección Acciones Remediales para Exposición por Mezcla si la contraparte no tiene la calificación mínima tan alta como las siguientes mínimas de las contrapartes:</p> <table border="1"> <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	<p>La longitud de la exposición de mezcla es dos días hábiles o menor; o</p> <p>Las disposiciones legales específicas y ejecutables hacen remoto el riesgo de perder flujos de efectivo de la cobertura de financiación conjunta (y Fitch no tiene evidencia de lo contrario).</p>	No se esperan acciones. El riesgo para la transacción es visto como no material.														

Fuente: Fitch Ratings

Dimensión del Riesgo de Mezcla

La cantidad mezclada se dimensiona sobre la longitud de la exposición. Los siguientes elementos serán calculados en el primer período después de la fecha de corte del portafolio y estarán basados el vector del nocional de dicho portafolio escalado hacia abajo para que el OC coincida con el umbral de rentabilidad OC para la calificación asignada:

- cobranzas principales calendarizadas del portafolio cubierto;
- los prepagos serán calculados a través de datos de prepagos históricos observados proporcionados por el emisor (en ausencia de datos históricos, el promedio entre los escenarios de prepagos altos y bajos según los supuestos 'B');
- los pagos de intereses calendarizados ajustados por prepagos basados en el perfil de amortización del portafolio cubierto; en el caso de los activos con tasa de interés flotante, los pagos de intereses serán calculados utilizando la tasa de equilibrio de Fitch aplicable.

Medidas Remediales para Exposición por Mezcla

El riesgo de mezcla 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 cuando pruebe la capacidad del programa de bonos cubiertos para hacer pagos sobre una base puntual.

Cuando la agencia dimensiona para exposiciones por mezcla 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 en los que la calificación probada sobre una base PD está por encima de la calificación de emisor más el alza de la calificación. Para programas calificados sobre la consideración de recuperaciones únicamente, ninguna exposición por mezcla 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, este es normalmente el principal determinante de la PCU. Los mecanismos de liquidez de los pagos de capital se evalúan en el análisis de la PCU, tal como se detalla en Covered Bonds Rating Criteria.

Para asignar una PCU por encima de cero escalones, Fitch confía en una protección eficaz para el pago puntual de intereses. Una insolvencia del emisor puede interrumpir los flujos de efectivo y provocar una tensión 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 PCU, Fitch analizará la protección de los pagos de intereses o los pagos de swap y los gastos senior, según se describe en Covered Bonds Rating Criteria.

Los pagos de terminación sénior 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 Colateral - Sin Cláusula de la Figura 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 lo 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 están 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 Covered Bonds Rating Criteria 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 incumplimiento, la pérdida de dicha exposición conduciría a una rebaja de la calificación probada de modelo implícito del flujo de efectivo sobre una base de PD por 10 escalones o más, sin tener en cuenta el recurso en contra del emisor. Si Fitch considera excesiva la exposición de una cuenta en un banco, la calificación de CVB evaluada sobre la base de la PD se limitaría a la más alta entre la calificación del banco de cuentas y de la calificación de emisor más el alza de la calificación, 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 mitigante para las exposiciones de cuenta bancaria 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 Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para ser utilizadas en conjunto con un criterio analítico experimentado ejercido a través del proceso de un comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción y la divulgación completa mediante un comentario de calificación (RAC, por *rating action commentaries*) 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 que reflejen los riesgos de una transacción en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos RACs, incluido el impacto sobre la calificación cuando corresponda.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, un 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 el análisis descrito en esta requiera modificarse para abordar factores específicos para la transacción en particular.

Para riesgos de contraparte en SF, Fitch considera como clave las nociones de contraparte elegible, el plazo de tiempo correctivo esperado y las acciones remediales, y, en consecuencia, divulgará cualquier variación contra estos conceptos en los RACs respectivos.

Limitaciones

Las calificaciones, incluidas las Calificaciones en Observación y Perspectivas, asignadas por Fitch, están sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de las Calificaciones de Fitch, disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/definitions>.

Además, las calificaciones dentro del alcance de estas metodologías están sujetas a las limitaciones específicas a continuación:

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 de forma individual para 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 la claridad y solidez de la documentación contractual que vincula a la contraparte a la transacción. Sin la documentación necesaria, de acuerdo con la metodología de Fitch (incluidos los mecanismos de reemplazo de contraparte claros, los procedimientos de colateralización bien documentados y los marcos de tiempo de reemplazo realistas, entre otros), este puede elegir no calificar la transacción, o la calificación puede estar limitada por la calificación de la contraparte. Para ver ejemplos, consulte 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, para que incorpore nuevos datos o refleje 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 de forma coherente 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 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 es específica e independiente (por ejemplo: la documentación no debe depender de referencias a la metodología de Fitch o a insumos de terceros).

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 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 (por ejemplo: créditos no productivos).

Este apéndice no aplica a los programas de bono cubierto. El riesgo de continuidad de servicio se aborda en Covered Bonds Rating Criteria.

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 resuelve a través de mitigantes de continuidad, por ejemplo, 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, por ejemplo, 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.

A menos que se mitiguen los factores que pueden llevar a la interrupción del servicio de administración pueden incluir lo siguiente:

Riesgo del administrador de no mantener, durante la duración de la transacción, la condición financiera para realizar sus obligaciones de una manera adecuada.

- Deterioro del nivel de calidad de la administración y cobranza durante la duración de la transacción.
- La 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 el tipo de activos no es compatible con la capacidad del mercado de administración y cobranza.

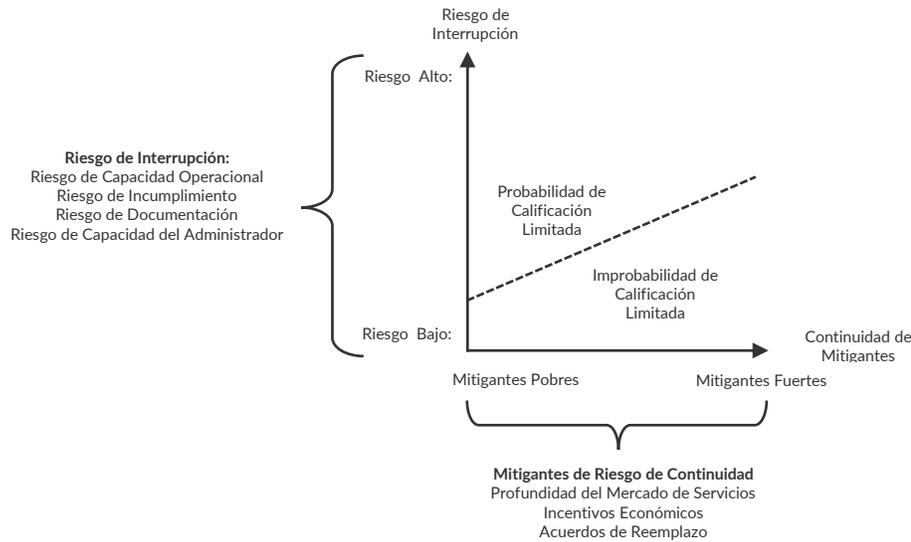
Los mitigantes del riesgo de interrupción del servicio pueden ser los siguientes:

- Disponibilidad de Administradores Externos: 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 afecte 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 y los plazos del reemplazo en relación con los mitigantes disponibles. Si la interrupción de la administración y cobranza se considera un riesgo material debido a la falta de mitigantes adecuados, 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 Ratings

Para obtener más 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:

- La estructura corporativa, el compromiso de la administración tanto con la calidad del administrador como con el sector.
- Los recursos de personal, la capacidad de absorber los volúmenes fluctuantes, la capacitación de personal.
- La experiencia de administración y cobranza: experiencia, antigüedad y trayectoria.
- Las políticas y los procedimientos establecidos, el gobierno corporativo y los controles internos, los posibles conflictos de interés y mitigantes.
- La tecnología.

Riesgo de Incumplimiento

La condición financiera del administrador no se evalúa para las transacciones en las que Fitch evalúa la mitigación de la continuidad del servicio por factores distintos de la condición financiera del *servicer*; esto se debe a que el riesgo de incumplimiento del *servicer* no tendrá un impacto en la continuidad del servicio.

En todos los demás casos, cuando la condición financiera del *servicer* forma parte de los mitigantes de continuidad, 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. 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.

Riesgo de Documentación

Fitch revisa los documentos de transacción, incluidos 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: Los procedimientos sencillos y estandarizados documentados conllevan un riesgo menor en el desempeño de la administración y cobranza, una probabilidad más alta de encontrar un administrador de respaldo (BUS por *back-up servicer*) 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, por ejemplo, certificaciones de cumplimiento anuales, auditorías operativas periódicas por terceros.
3. Nivel de Información Proporcionada: Fitch verifica que la información necesaria para administrar los créditos cumpla con los siguientes requisitos:
 - que esté disponible para el administrador;
 - que esté almacenada en sistemas (o ubicaciones, en el caso de archivos físicos), que puedan ser fácilmente accedidos por un BUS;
 - que sea mapeada y revisada con regularidad;
4. Solidez de las Obligaciones del Administrador: El análisis evalúa si las obligaciones del administrador cubren acciones necesarias para administrar los activos durante su duración.

Riesgo de Capacidad del Administrador

Fitch evalúa si el tamaño de la cartera total del administrador es adecuado en relación con el 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, lo que dará 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 con el 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 lo siguiente:

- ¿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 de 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 incentivos económicos adecuados para que el administrador de reemplazo intervenga, significan que la continuidad de administración y cobranza está suficientemente mitigada en estos casos (por ejemplo: transacciones CMBS y RMBS en EE. UU.).

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

- en qué medida las entidades alternativas pueden administrar los activos;
- en qué medida los administradores existentes brindan que servicio de administración a activos similares y con el mismo nivel de experiencia;
- en qué medida las transferencias de activos, 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 así, particularmente, en el caso de los 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 de continuar con la administración y cobranza de los activos, y atraer administradores de reemplazo de calidad alta cuando sea necesario. Los niveles de comisiones no alineados con la norma del mercado o con el nivel necesario para atraer un BUS pueden conllevar la ausencia de un administrador durante un período de tiempo. Esto no es compatible con esta metodología, incluso en 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 con la administración y cobranza. Dichas garantías pueden incluir BUS documentado, desencadenantes 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.

Eventos de Invocación y Línea de Tiempo de Reemplazo

Fitch considera como mitigantes valiosos los pactos que han sido activados mucho antes del incumplimiento del administrador. Fitch evalúa la relevancia del parámetro medido, cuándo surge la obligación 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 aún no fue contratado: el tiempo depende del tipo de activo y la intensidad del mercado BUS.
2. Período de invocación, por ejemplo, el 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 los 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 un BUS, y, en caso afirmativo, cuál es su nivel de compromiso?
- Revisión de los activos por administrar (*due dilligence*): ¿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?

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

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](http://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 LÍDER 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 © 2020 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 factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde 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 disseminación 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".