

# Metodología de Calificación de Notas Estructuradas de Vinculación Crediticia Sencilla y Múltiple

## Metodología de Sector Específico

### En este informe

	Página
Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Entidades que Presentan Riesgo	2
Número de Contribuyentes de Riesgo	5
Reestructuración como Evento de Crédito	5
Matriz CLN de Dos riesgos de Fitch	6
Matriz CLN de Dos Riesgos de Fitch con Reestructuración	6
Matriz CLN de Tres Riesgos de Fitch	7
Seguimiento	11
Variaciones Metodológicas	12
Fuentes y Precisión de la Información	12
Limitaciones	12
Otras Consideraciones	12
Apéndice 1: Escenarios de Sensibilidad	15
Apéndice 2: Estructura CLN	16

Este informe es una traducción del criterio titulado "Single- and Multi-Name Credit Linked Notes Rating Criteria", publicado el 19 de julio de 2018 y actualiza el informe "Metodología de Calificación de Notas Estructuradas de Vinculación Crediticia Sencilla y Múltiple" publicado el 25 de mayo de 2017.

### Metodología Relacionada

[Global Structured Finance Rating Criteria \(Mayo 15, 2018\).](#)

### Analistas

Shashi Srikantan  
+1 212 908-0393  
[shashi.srikantan@fitchratings.com](mailto:shashi.srikantan@fitchratings.com)

Laurent Chane-Kon  
+44 20 3530 1401  
[laurent.chane-kon@fitchratings.com](mailto:laurent.chane-kon@fitchratings.com)

Atsushi Kuroda  
+81 3288 2692  
[atsushi.kuroda@fitchratings.com](mailto:atsushi.kuroda@fitchratings.com)

Greg Kabance  
+1 312 368 2052  
[greg.kabance@fitchratings.com](mailto:greg.kabance@fitchratings.com)

### Alcance

Este informe describe la metodología de Fitch Ratings para calificar emisiones de deuda que se basan en el desempeño de todas las partes para una transacción de una, dos o tres partes. A estas notas se les denomina a menudo como notas vinculadas a riesgo de crédito (CLNs por *credit-linked notes*) o instrumentos derivados de primer incumplimiento (*first-to-default swaps*). También se caracterizan por la ausencia de mejora crediticia, lo que implica que una falla de cualquiera de las partes de la transacción resultará en un incumplimiento.

Las calificaciones de nuevas emisiones, así como las de seguimiento, para CLNs de subyacente sencillo o de subyacentes múltiples se basan en un análisis de los siguientes tres factores clave de calificación.

Fitch aplicará la metodología descrita en este informe para calificaciones nuevas y existentes de CLNs y otras estructuras de primer incumplimiento aplicables.

### Factores Clave de Calificación

**Calidad Crediticia:** La calidad crediticia de las entidades que presentan riesgo que afecta las CLNs de subyacente sencillo y de subyacentes múltiples es el factor más significativo de la calificación de Fitch. La entidad con calificación crediticia más baja (referida en este informe como el eslabón más débil) será el factor principal de la calificación asignada por Fitch, ya que contribuye con el mayor riesgo crediticio. La calidad crediticia de todos los principales contribuyentes de riesgo está determinada generalmente por una calificación de incumplimiento del emisor (IDR, por sus siglas en inglés para *issuer default rating*), una calificación de depósito o una calificación de contraparte que actúa como proveedora de un instrumento derivado, asignadas por Fitch.

**Número de Contribuyentes de Riesgo:** Un incremento en el número de entidades que presentan riesgo en una CLN puede implicar un riesgo de incumplimiento adicional a las notas.

**Reestructuración como Evento de Crédito:** La designación de una reestructuración como evento de crédito bajo los términos de un *swap* de incumplimiento crediticio genera un riesgo adicional de incumplimiento a la CLN.

## Entidades que Presentan Riesgo

Fitch clasifica en cinco grupos a las entidades que presentan riesgo en transacciones de CLNs de subyacente sencillo y de subyacentes múltiples, ya que un incumplimiento de cualquiera de las entidades normalmente conduciría a una terminación anticipada de la transacción y a un incumplimiento de la nota calificada. Estos grupos son: entidad de referencia, inversión calificada, contraparte del instrumento derivado, garante y patrocinador del vehículo de propósito especial (SPV por *special purpose vehicle*). Algunas transacciones con riesgo individual toman la forma de una venta y arrendamiento (*sale and lease back*, en inglés) o un préstamo reempaquetado en el que la calidad crediticia de la transacción se basa en la IDR de la entidad que presenta el riesgo, en cuyos casos es un solo deudor, arrendatario o garante.

El análisis de Fitch de las CLNs incorpora el uso de nuestra matriz de calificaciones de CLNs para transacciones con tres o menos entidades que presentan riesgo. Para cada transacción, la matriz CLN utiliza las calificaciones de cada contribuyente de riesgo para así cuantificar el máximo impacto sobre la calificación de la CLN. En este sentido, se espera que cada entidad que presenta riesgo esté calificada por Fitch.

Fitch aplicará la metodología si está convencida de que la única situación en la que los tenedores sufrirán pérdidas es si una entidad que presenta riesgo incumple y, por ende, no es capaz de cubrir sus obligaciones. Si la agencia sabe que esta condición se ha cumplido, puede asignar una calificación a la CLN, la cual aborda únicamente la vulnerabilidad de incumplimiento de una de las partes involucradas y no la pérdida máxima dado un incumplimiento. Por lo tanto, Fitch usaría en su análisis:

- la calificación de la contraparte que actúa como proveedor de un instrumento derivado, de ser asignada y aplicable, para entidades que presentan riesgo y actúan solo como proveedores de *swaps*;
- la calificación de depósito, de ser asignada y aplicable, para entidades que presentan riesgo que actúan solo como cuenta bancaria;
- la IDR de la entidad de referencia o garante.

Las calificaciones de depósito y de una contraparte como proveedor de un instrumento financiero derivado asignadas a una institución no son consideradas de forma automática. Consulte la publicación "Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria" para más información.

Si una entidad que presenta riesgo desempeña varios roles, se utilizará la menor de las calificaciones aplicables descritas en los puntos anteriores.

Podría haber situaciones en las que un comité consideraría usar la calificación actual de algún bono emitido por la entidad que presenta riesgo (por ejemplo, calificación no garantizada de un bono preferente o calificación de un bono subordinado) en lugar de la IDR de la propia entidad. Por ejemplo, si el perfil de deuda de un bono subordinado incluye una disposición para diferir intereses (u otros términos que garantizaban un ajuste a la calificación más allá de la prelación del bono), se puede utilizar la calificación subordinada debido a que el bono subordinado introduce un riesgo de incumplimiento que no sería capturado en la IDR. La elección de utilizar la IDR de la entidad, en lugar de la calificación del bono respectivo o la calificación asignada a la deuda, provistas por las áreas analíticas correspondientes, serán determinada por un comité de calificación.

## Riesgo de Entidad de Referencia

El riesgo de una entidad de referencia depende de riesgos idiosincrásicos asociados con la entidad en sí, así como de eventos económicos en el ámbito local e internacional. Estos eventos pueden

afectar de manera adversa la calidad crediticia de cualquier entidad de referencia y, a su vez, el desempeño de la transacción en cuestión. Las entidades de referencia utilizadas en las CLNs son generalmente el contribuyente de riesgo que tiene la calificación más baja en la transacción y, por lo tanto, suele ser el principal factor de riesgo en las CLNs. Típicamente, una entidad de referencia que atravesara por un evento de crédito provocaría la terminación anticipada de la transacción.

La documentación de los *swaps* utilizada en estructuras CLN está regulada generalmente por el contrato maestro genérico establecido por la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA por International Swaps and Derivatives Association, Inc.). El contrato maestro establece los parámetros generales de la transacción, incluyendo un conjunto de definiciones, disposiciones generales de pagos, acuerdos de compensación, casos de incumplimiento y casos de terminación anticipada. El mismo va acompañado de una confirmación y un calendario, los cuales pueden complementar o prevalecer sobre el contrato maestro e introducir o eliminar ciertas disposiciones pertinentes a cada transacción particular.

Por lo general, se pueden invocar eventos de crédito cuando la contraparte del *swap* notifica sobre información pública disponible que indica que las condiciones del evento de crédito se cumplen. Cuando ocurre un evento de crédito y las condiciones para la liquidación se han cumplido, la inversión calificada se liquida normalmente a precio de mercado y el producto de dicha liquidación se entrega a la contraparte del *swap* para pagar los términos de la cobertura (*swap*) por incumplimiento crediticio (CDS, por *credit default swap*).

A cambio, la contraparte del *swap* entrega físicamente al emisor obligaciones de deuda de la entidad de referencia por un monto equivalente al notional de referencia inicial menos cualesquiera pérdidas sobre la liquidación de la inversión calificada (liquidación física). Si se elige una liquidación en efectivo, la contraparte del *swap* determina un precio de recuperación de la obligación entregable y paga este importe en efectivo al emisor, menos cualesquier pérdida sobre la liquidación de la inversión calificada. Las pérdidas bajo cualquier método de liquidación las realiza el inversionista de la CLN.

La documentación de los *swaps* utilizada en transacciones CLN normalmente especifica las características de la obligación entregable que limitan el rango de obligaciones que el comprador de protección (la contraparte del *swap*) puede utilizar para la liquidación ante un evento de crédito. Las limitaciones típicas incluyen que la deuda entregable debe ser un bono o crédito con cierto vencimiento, no subordinado, no contingente, transferible y de moneda común.

### Riesgo de Inversión Calificada

La inversión calificada (es decir, la inversión elegible o los activos cargados) es la garantía (fondeada con el producto de la oferta inicial de la nota) que respalda el pago de capital de los tenedores de las notas a su vencimiento. En ausencia de contratos de colateral que garanticen incondicionalmente el valor de la inversión calificada, un incumplimiento de esta última puede conducir a una pérdida para el inversionista por dos razones: el efecto directo de una disminución en el dinero disponible para los tenedores de notas, ya que el monto total invertido está expuesto al riesgo de la inversión calificada; y el incumplimiento de la inversión calificada puede conducir a la terminación del CDS y, si la contraparte se encuentra estado *in-the-money*, se hará un pago preferente a precio de mercado a la contraparte de los fondos restantes del emisor.

Las inversiones calificadas utilizadas en CLNs de subyacente sencillo y subyacentes múltiples, por lo general, toman la forma de bonos corporativos preferentes no garantizados o subordinados. La inversión calificada puede respaldar pagos de intereses adeudados a los tenedores de notas y se puede liquidar a valor nominal para amortizar la CLN. Generalmente, se emite la inversión

calificada en un importe nominal equivalente al importe nominal de la CLN al cierre de la transacción (en la fecha de emisión) y tiene una fecha de vencimiento que coincide con la fecha de vencimiento de la CLN. Esto ayuda a minimizar cualquier riesgo de mercado a mercado (*market to market risk*) al vencimiento. Si se utilizan bonos subordinados como inversiones calificadas, el valor de recuperación puede ser menor que el de bonos no garantizados preferentes y, por lo tanto, puede implicar un riesgo mayor de pérdida a los inversionistas al momento de la liquidación. Las calificaciones de CLNs de Fitch no abordan la magnitud de las pérdidas a los inversionistas después del acontecimiento de una terminación anticipada. Las calificaciones asignadas incorporan únicamente la probabilidad de incumplimiento de una de las partes involucradas.

Frecuentemente, una inversión calificada es un bono emitido por la contraparte del *swap*. Cuando la inversión calificada es emitida por un tercero distinto a la contraparte del *swap*, presenta un riesgo adicional a la transacción que, en consecuencia, aumenta las probabilidades de que una de las partes incumpla.

Si el riesgo de la inversión calificada no se separa de la transacción de acuerdo con la metodología de riesgo de contraparte de Fitch, la calificación de dicha inversión calificada se incluirá entonces en la calificación final de la CLN. La inversión calificada se puede considerar separada de la transacción en la medida en que los documentos legales de la transacción prevean una garantía o un reemplazo en caso de que la calificación de la inversión calificada descienda hasta por debajo de un nivel previamente especificado y los aspectos excesivos de contraparte de la metodología de contraparte de Fitch no apliquen.

### Riesgo de Contraparte del Swap

En términos generales, la contraparte del *swap* tiene una función de obligación de pago en la transacción. En un incumplimiento de un *swap* de crédito, por ejemplo, la contraparte del *swap* es responsable de efectuar los pagos de intereses al SPV a lo largo de la duración de la transacción CLN y, a menudo, también garantiza los pagos de capital adeudados a los tenedores de notas al momento de la amortización. En un *swap* de tasa de interés, la contraparte es responsable de intercambiar un flujo de pagos de interés por otro, por ejemplo, un pago de interés a tasa fija por un pago de interés a tasa variable.

Independientemente del tipo de *swap*, el incumplimiento de cualquier pago adeudado por la contraparte del *swap* al emisor conducirá generalmente a una terminación anticipada de la transacción. Por lo tanto, en la mayoría de los casos, la contraparte del *swap* será considerada como un factor de riesgo en el análisis de la CLN. Solo cuando Fitch opine que el riesgo adicional proveniente del *swap* es muy limitado y si los documentos legales de la transacción están alineados con el criterio de Fitch para contrapartes, el riesgo de contraparte del *swap* podría deslindarse de la calificación de la CLN (ver “Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria” para más información). Por favor, considere que, en opinión de Fitch y tal como se describe en la metodología de contrapartes, es poco probable que ciertos tipos de contrapartes/derivados de *swaps* sean reemplazados y, por lo tanto, deben ser considerados como un riesgo.

### Garante

Las CLNs que se benefician de una garantía incondicional e irrevocable pueden alcanzar un traspaso de la calificación del garante. Fitch analizará el alcance de la garantía, el proceso de reclamación y el tiempo requerido para que el garante desembolse los fondos al SPV para evaluar si los tenedores de bonos se encuentran protegidos efectivamente.

Si el garante solo puede desembolsar los fondos después de que se haya presentado un evento de incumplimiento, la agencia esperará que el SPV reciba los fondos diferidos en un período razonable de tiempo, según lo determine un comité de calificación. Además, Fitch espera que las cantidades pagadas por el garante cubran no solo la cantidad de principal y los intereses devengados de las notas, sino también los intereses devengados durante el período de espera y cualquier cantidad complementaria o prepago, cuando sea aplicable.

### Patrocinador del SPV

Para CLNs emitidas por un SPV, el patrocinador de este último o banco actúa normalmente como la contraparte del instrumento derivado o garante y es responsable de los gastos corrientes y extraordinarios incurridos por el SPV. En este caso, el patrocinador del SPV representa un riesgo para los tenedores de bonos y se considera como una entidad que representa riesgo en la transacción.

Sin embargo, en caso de que, con base en el análisis de Fitch, la transacción pueda operar de manera independiente, de forma que todos los gastos del SPV continuos y extraordinarios puedan ser cubiertos potencialmente de forma independiente al patrocinador del SPV durante la vida de las notas, dicho patrocinador se considerará sin vinculación a la transacción.

### Número de Contribuyentes de Riesgo

CLNs con una entidad que presenta riesgo podrían obtener una calificación transferida (*pass-through*) de esa entidad. Cuando hay más de un riesgo presente en una transacción CLN, Fitch emplea un enfoque basado en una matriz (la matriz de calificación CLN de Fitch o la matriz CLN), según se explica de forma más detallada más adelante.

Si la contraparte del *swap* en la transacción también es el emisor de la inversión calificada, Fitch consideraría a estas entidades como 100% correlacionadas y, por lo tanto, las trataría como un mismo riesgo total. De manera similar, si una entidad corporativa está afiliada con o está ligada de otra manera a otra entidad que presenta riesgo en la transacción, la agencia puede optar por tratar a estas entidades como un mismo riesgo total. Un ejemplo de lo anterior incluiría un soberano y un banco en el mismo país de mercado emergente, ya que un riesgo sistémico alto en el país conduciría probablemente a un incumplimiento del soberano tras un incumplimiento del banco, o viceversa. La decisión de tratar a dos entidades como un mismo riesgo es determinada por un comité de calificación y, en ese caso, la calificación que resulte más baja entre las de las dos entidades se utilizaría en el análisis de Fitch. En los casos en que una entidad garantiza explícitamente a otra, la calificación de la que garantiza es la que se usaría.

### Reestructuración como Evento de Crédito

El lenguaje de un evento de crédito para una transacción CLN determinada será examinado por Fitch para evaluar si está redactado de tal manera que el riesgo adicional esté incluido en la transacción en forma de riesgo leve de evento de crédito. Fitch define a los eventos de crédito leves como eventos que no son realmente incumplimientos y, por lo tanto, no resultarían necesariamente en pérdidas si el inversionista era propietario de la obligación de referencia actual en efectivo, en lugar de a través de un CDS, y lo mantuvo hasta su vencimiento (un evento de crédito de reestructuración puede forzar la liquidación de la transacción antes de su vencimiento, introduciendo por lo tanto el riesgo marcado a mercado, el cual podría ser significativo para una empresa sometida a una reestructuración). La reestructuración y la aceleración del vencimiento son ejemplos de eventos de crédito leves utilizados en CDS corporativos.

La elección de la reestructuración como un evento de crédito puede introducir un riesgo de evento de crédito leve, dado que una empresa puede reestructurar los términos de sus ofertas de deuda

para evitar incumplimiento y, por ende, un evento de crédito severo, como una quiebra o falta del pago. En su análisis de las CLNs, Fitch aplica un ajuste cuando se usa la reestructuración como un evento de crédito en la documentación de CDS para contabilizar el riesgo de crédito leve en el eslabón más débil, en caso de que sea la entidad de referencia. Fitch también aplicará un ajuste cuando el mecanismo de reestructuración sea utilizado como evento de crédito en la documentación de CDS y la calificación de la entidad de referencia sea la misma que la de la segunda entidad que presenta riesgo. Este ajuste resulta normalmente en una diferencia de un escalón (*notch*) entre la calificación de una CLN de dos riesgos sin reestructuración y de una CLN de dos riesgos con reestructuración. Si la entidad de referencia tiene una calificación superior a la de la otra entidad que presenta riesgo, no aplicaría generalmente el ajuste por la reestructuración y Fitch usaría una matriz CLN de dos riesgos estándar.

La aceleración de la obligación también se considera como un evento de crédito leve, ya que una aceleración de la deuda puede ser detonada por un incumplimiento técnico, un evento de incumplimiento o algún otro caso no contemplado en los supuestos de incumplimiento de Fitch. No obstante, en sus estudios de incumplimiento, la calificadora ha encontrado que este riesgo incremental es diminuto sobre la base de un tipo de subyacente y, por lo tanto, no se hace ajuste alguno en el análisis de la agencia.

### Matriz CLN de Dos Riesgos de Fitch

Al analizar una transacción CLN con dos entidades que presentan riesgo, Fitch emplea la matriz CLN de dos riesgos que se muestra en esta página.

Para utilizar la matriz CLN, identifique la IDR del contribuyente de riesgo con la calificación más baja en la sección “Eslabón Más Débil”. A continuación, identifique la IDR de la entidad que presenta riesgo adicional en la columna “Riesgo Adicional”. En dirección de izquierda a derecha sobre la fila de la IDR del riesgo adicional, elija la calificación que se cruza con la columna de la IDR del eslabón más débil. La intersección de la columna elegida al seleccionar la IDR del eslabón más débil y la fila elegida al seleccionar la IDR del riesgo adicional da la calificación CLN implicada por la matriz para las dos entidades.

Por ejemplo, en la matriz que se muestra abajo, una entidad de referencia con una IDR de ‘BBB+’ (el eslabón más débil) y una contraparte del *swap* o inversión calificada (el riesgo adicional) con una IDR de ‘AA-’, conducirían a una calificación CLN implícita en la matriz de ‘BBB+sf’. Observe que la calificación implícita resulta igual que la calificación del eslabón más débil (BBB+). Esto se debe a que, en opinión de Fitch, el riesgo añadido por una contraparte calificada en ‘AA-’ o más es muy bajo en relación con el riesgo del eslabón más débil de ‘BBB+’, por lo que la valoración de ambos riesgos juntos aún es ‘BBB+sf’.

La matriz siguiente muestra las calificaciones de ‘BB-’ o mayores para la IDR del eslabón más débil y de ‘BBB-’ o más altas para la IDR de riesgo adicional. Para transacciones con un eslabón más débil y/o riesgo adicional con una IDR más baja que estos niveles, la calificación CLN se asignará tomando en consideración riesgos como la fortaleza de contraparte, el estatus de la Observación o Perspectiva de calificación, término al vencimiento y correlación de los riesgos involucrados.

**Matriz CLN de Dos Riesgos**

Riesgo Adicional	Eslabón Más Débil												
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AAA	AAAsf	AA+sf	AAsf	AA-sf	A+sf	Asf	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf
AA+	—	AA+sf	AAsf	AA-sf	A+sf	Asf	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf
AA	—	—	AAsf	AA-sf	A+sf	Asf	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf
AA-	—	—	—	AA-sf	A+sf	Asf	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf
A+	—	—	—	—	Asf	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf
A	—	—	—	—	—	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf
A-	—	—	—	—	—	—	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf
BBB+	—	—	—	—	—	—	—	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf
BBB	—	—	—	—	—	—	—	—	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf
BBB-	—	—	—	—	—	—	—	—	—	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf

**Matriz CLN de Dos Riesgos de Fitch con Reestructuración**

Tal y como se describe en la sección “Reestructuración como Evento de Crédito” en la página 5, Fitch aplica un ajuste a su análisis si se elige la reestructuración como un evento de crédito en la documentación de CDS. Si la reestructuración es aplicable como un evento de crédito para el eslabón más débil, la matriz que aparece a continuación se utilizaría en el análisis de la agencia bajo los mismos métodos descritos en la sección anterior.

Por ejemplo, en la siguiente matriz CLN de dos riesgos con reestructuración, una entidad de referencia con una IDR de ‘BBB+’ (el eslabón más débil) y una contraparte del swap o inversión calificada (el riesgo adicional) con una IDR de ‘AA-’ conducirían a una calificación CLN implícita en la matriz de ‘BBBsf’.

**Matriz CLN de Dos Riesgos con Reestructuración**

Riesgo Adicional	Eslabón más Débil												
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-
AAA	AA+sf	AAsf	AA-sf	A+sf	Asf	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf
AA+	—	AAsf	AA-sf	A+sf	Asf	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf
AA	—	—	AA-sf	A+sf	Asf	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf
AA-	—	—	—	A+sf	Asf	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf
A+	—	—	—	—	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf
A	—	—	—	—	—	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf
A-	—	—	—	—	—	—	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf
BBB+	—	—	—	—	—	—	—	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf
BBB	—	—	—	—	—	—	—	—	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf
BBB-	—	—	—	—	—	—	—	—	—	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf

**Matriz CLN de Tres Riesgos de Fitch**

Cuando se incluye una evidente tercera entidad que presenta riesgo en una transacción CLN, se debe utilizar la matriz CLN de tres riesgos. Se puede encontrar un extracto de esta matriz en la página 8. Para utilizar la matriz de tres riesgos, ordene los riesgos de la entidad que presenta el mayor riesgo (con la calificación más baja) a la entidad que presenta el menor riesgo. Por ejemplo, riesgo 1 (eslabón más bajo, que puede ser la entidad de referencia): ‘BBB+’; riesgo 2 (riesgo adicional, por ejemplo, contraparte del swap): ‘A+’; y riesgo 3 (tercer riesgo, por ejemplo, inversión calificada): ‘AA’.

Aplicando pasos similares a los descritos para la matriz de dos riesgos, la intersección de la IDR del eslabón más débil, la IDR del riesgo adicional (columna del extremo izquierdo) y la IDR del tercer riesgo (columna del extremo derecho) da el resultado de tres riesgos.

**Resultados Muestra de la Matriz CLN de Tres Riesgos**

	Ejemplo de Escenarios CLN				
	CLN 1	CLN 2	CLN 3	CLN 4	CLN 5
Riesgo 1 (Eslabón Más Débil)	BBB+	BBB	A+	AA-	BBB+
Riesgo 2 (Riesgo Adicional)	AA-	A+	AA-	AA-	BBB+
Riesgo 3 (Tercer Riesgo)	AA	AA-	AA-	AA-	AA-
Resultado de CLN de Tres Riesgos	BBBsf	BB+sf	Asf	A+sf	BBB-sf

Por ejemplo, en la siguiente matriz CLN de tres riesgos, una entidad de referencia con una IDR de 'BBB+' (el eslabón más débil), una contraparte del *swap* (el riesgo adicional) con una IDR de 'A+' y una inversión calificada con una IDR de 'AA' (el tercer riesgo) llevarían a una calificación CLN implícita en la matriz de 'BBB-sf'.

Al analizar una CLN con tres riesgos, Fitch no aplica ajustes adicionales en su análisis cuando se utiliza la reestructuración como un evento de crédito. Esto se debe a que el ajuste que Fitch aplica por la presencia de una tercera entidad que presenta riesgo captura también de manera suficiente el aumento incremental en el riesgo dada la posibilidad de reestructuración.

La matriz CLN de tres riesgos completa se incluye en la página 13. Resultados de muestra se presentan a continuación para varios ejemplos de CLNs potenciales.

**Extracto de la Matriz CLN de Tres Riesgos**

Riesgo Adicional	Eslabón Más Débil												Tercer Riesgo <sup>a</sup>	
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB		BB-
AA	—	—	AA-sf	A+sf	Asf	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	AA
AA-	—	—	—	A+sf	Asf	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	AA
A+	—	—	—	—	A-sf	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf	AA
A	—	—	—	—	—	BBB+sf	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf	AA
A-	—	—	—	—	—	—	BBBsf	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf	AA
BBB+	—	—	—	—	—	—	—	BBB-sf	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf	AA
BBB	—	—	—	—	—	—	—	—	BB+sf	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf	AA
BBB-	—	—	—	—	—	—	—	—	—	BBsf	BB-sf	B+sf	Bsf	AA

<sup>a</sup> La matriz CLN de tres riesgos completa se encuentra en el apéndice de la página 14. Esta muestra supone que la parte con la calificación más alta (el tercer riesgo) tiene una calificación AA.

**Observación (Rating Watch) y Perspectiva de Calificación**

Algunas CLNs pueden contener una o más entidades que presentan riesgo que están en Observación (*Rating Watch*) o mantienen una Perspectiva de calificación. En caso de que la calificación de cualquier entidad que presenta riesgo en lo individual esté en Observación (*Rating Watch*), mientras que las calificaciones de las otras entidades que presentan riesgo no están en Observación, se utilizaría la matriz CLN correspondiente para asignar una calificación con una Observación. Un ejemplo de esta situación incluiría una CLN en la que el eslabón más débil fuera una entidad corporativa con calificación 'BBB' en Observación Negativa, con una entidad que presenta riesgo adicional con calificación 'A' y una tercera entidad que presenta riesgo con calificación 'AA'. En este ejemplo, a la CLN se le asignaría una calificación 'BB+sf' con Observación Negativa con base en la matriz CLN de tres riesgos.

No se asignarán nuevas calificaciones a CLNs con una combinación de dos o más entidades que presentan riesgo en Observación Negativa. A las CLNs existentes que contengan dos o más entidades que presentan riesgo en estatus de Observación Negativa se les asignará una Observación Negativa con un aviso de la calificación para indicar el impacto potencial a las calificaciones bajo varios escenarios de baja.

El estado de una Perspectiva de calificación correspondiente al eslabón más débil determinará generalmente la Perspectiva asignada a las CLNs. Diferentes combinaciones de Perspectivas y Observaciones de calificación pueden ocurrir en cualquier momento durante la vigencia de una CLN; por lo tanto, el comité de calificación considerará el estatus de la Perspectiva y Observación de la calificación de cada entidad que presenta riesgo al determinar la Perspectiva u Observación correspondiente de la calificación de una CLN.

### Terminación Anticipada Obligatoria

Todas las CLNs contienen casos de terminación anticipada obligatoria, lo que causa la cancelación anticipada automática de una CLN y lleva probablemente a una pérdida económica para el inversionista de la CLN. Ciertos casos de terminación anticipada obligatoria son considerados como estándar y son incorporados en la calificación de Fitch de una CLN. Los casos estándar de terminación incluyen la terminación ante un incumplimiento por parte de cualquiera de las entidades que presentan riesgo. Otros casos de terminación anticipada obligatoria son considerados riesgos nominales de la calificación de una CLN. Estos pueden incluir la terminación si una transacción es considerada ilegal o se vuelve sujeta a impuestos.

Una tercera categoría de casos de terminación anticipada obligatoria son considerados riesgos significativos que no se pueden incorporar en la calificación de Fitch. Cuando se contemplan casos de terminación anticipada obligatoria en los documentos de una CLN que no se pueden incorporar en el análisis de la calificación de Fitch y no se mitigan de alguna otra manera, la agencia no asignará una calificación a la CLN. Ejemplos de estos tipos de casos de terminación anticipada obligatoria pueden incluir la terminación ante la pérdida de una parte de la transacción de cierta condición legal en un país determinado, la ejecución de una opción de compra por parte de una entidad que presenta riesgo u otros casos no establecidos como casos de terminación en el contrato maestro ISDA.

### CLNs Emitidas por Bancos

Las CLNs emitidas directamente por bancos con una relación crediticia con un segundo o tercer riesgo crediticio se analizan utilizando estos criterios. Por ejemplo, esto puede incluir una CLN emitida por un banco de su propio programa de emisión con términos que causarían un incumplimiento de la CLN si otra entidad corporativa incumpliera. Cualquier CLN emitida directamente por un banco que incluyera una garantía explícita del banco emisor o cualquier forma de riesgo de mercado implícito no se podría calificar conforme a esta metodología; sin embargo, se podría calificar bajo la metodología de calificación global de instituciones financieras.

### Riesgo de Tipo de Cambio

Algunas transacciones CLN calificadas por Fitch contienen una característica de *swap* cruzado de divisas (CCS, por sus siglas en inglés: *cross-currency swap*). Estas CLNs tienen normalmente notas denominadas en una moneda extranjera y utilizan el producto de la emisión de las notas para comprar inversiones calificadas basadas en dólares estadounidenses para fungir como colateral. Bajo un CCS, una contraparte del *swap* acuerda pagar intereses y capital con base en un monto fijo equivalente ya sea al nocional de las notas o un monto equivalente a una unidad de medida ajustada por la inflación, como la unidad de inversión (UDI) de México o la unidad de fomento (UF) de Chile. Por lo general, esto elimina cualquier riesgo de tipo de cambio que el inversionista pudiera asumir, ya que los montos pagaderos se pagan en la forma de la moneda de las notas (ya sea las unidades de medida ajustadas por la inflación o la moneda real de las notas), en vez de en el nocional de la inversión calificada basada en dólares convertido luego a la moneda de las notas).

En caso de que la transacción se dé por terminada de manera anticipada debido a una terminación anticipada opcional por parte del inversionista o el incumplimiento de una de las partes

involucradas, los inversionistas pueden estar expuestos al riesgo de tipo de cambio al convertir las ganancias de la venta de la inversión calificada basada en dólares a la moneda local de las notas. Este riesgo no se aborda en la calificación CLN de Fitch.

Se espera que los mecanismos de tipo de cambio sean lo suficientemente exhaustivos para mitigar cualquier riesgo de tipo de cambio si las CLNs se emiten en una moneda con un techo país más bajo que la calificación del CLN. Por ejemplo, si se emite una nota en pesos colombianos (Colombia tiene un techo de país de 'BBB+') y se anticipa que la calificación CLN sea superior a 'BBB+sf', se espera que el mecanismo de cálculo del tipo de cambio final contenga varias alternativas viables antes de ser determinado por la contraparte del *swap* y que incluya fuentes como organismos gubernamentales y la Asociación de Operadores de Mercados Emergentes (EMTA, por sus siglas en inglés: Trade Association for Emerging Markets). Fitch analizará caso por caso cualquier lenguaje que describa mecanismos de tipo de cambio y puede elegir topar la calificación de la CLN en la calificación del techo de país de la moneda correspondiente.

### Riesgo de Desvalorización (Deflación)

Ciertas CLNs calificadas por Fitch tienen disposiciones en las que la contraparte del *swap* paga montos de interés y de amortización final basados en unidades de medidas ajustadas por la inflación (por ejemplo, UF o UDI). La contraparte del *swap* puede acordar en ocasiones fijar un piso al intercambio final del notional para que lo mínimo pagado al inversionista a la amortización sea igual al notional de su inversión inicial. Sin embargo, si ocurre una terminación anticipada, el inversionista puede estar expuesto al riesgo de desvalorización de la moneda de las notas y ya no se beneficiará de los pagos ajustados realizados por la contraparte del *swap*. Este riesgo no se considera en la calificación de Fitch de la CLN.

### Créditos Sindicados en CLNs

En algunas transacciones, los créditos sindicados sencillos, los cuales se bursatilizan (o bien, titularizan o securitizan, dependiendo el país) y se emiten como una CLN, pueden ser la única entidad que presenta riesgo en una CLN. En estos casos, los montos de capital e intereses pagados sobre estas notas de tipo *pass-through* están basados en el monto de capital e intereses recibido de los créditos subyacentes. Estas transacciones presentan ciertos retos, ya que los créditos sindicados tienen características distintas a las de los bonos.

Los originadores de créditos sindicados tienen vencimientos prolongados a cambio de brindar concesiones a los acreditantes tales como aumentar el diferencial del crédito en cuestión. Esto presenta un reto cuando se trata de asignar una calificación a una CLN cuyo colateral es un crédito sindicado. Las CLNs tienen vencimientos legales delimitados y cualquier prórroga del vencimiento del crédito subyacente más allá del vencimiento legal de la CLN podría ocasionar una pérdida a los tenedores de notas CLN. Esto sería en el sentido de que el fiduciario de la CLN pudiera tener que ejecutar su garantía al vencimiento legal de la CLN y vender el crédito sindicado, ocasionando una pérdida a los tenedores de notas CLN. Pueden haber circunstancias que mitiguen esta situación, tales como la existencia de una mayoría del 100% a nivel del crédito sindicado, lo que significaría que los tenedores de notas CLN, a través de un fiduciario, pueden asegurar que los vencimientos de la CLN y del crédito sindicado coincidan; sin embargo, esto puede variar de un crédito a otro.

Otra área de enfoque es la naturaleza de los casos de incumplimiento definidos en el crédito sindicado y la propia CLN. Para los créditos, estos casos tienden a ser amplios e incluyen incumplimientos que no se refieren a aquellos de pago. Si los eventos de incumplimiento en una CLN abarcan todos los definidos en el crédito y no únicamente incumplimientos de pago, esto puede ocasionar la ejecución anticipada del colateral al nivel de la CLN, provocando una pérdida a los tenedores de notas CLN, mientras que los acreditantes que mantienen el mismo crédito no

conlleven pérdida directamente. Como tal, no es posible asignar una calificación a menos que los casos de incumplimiento del crédito estén alineados con los de la CLN, como la falta de pago. En este caso, es posible que Fitch no pueda calificar este CLN.

La naturaleza y la definición de pagos de intereses y capital para bursatilizaciones (también denominadas titularizaciones o securitizaciones, dependiendo del país) de créditos sindicados individuales son otro factor importante al asignar una calificación. Las definiciones que están indicadas como intereses y capital recibidos ignoran la posibilidad de un incumplimiento en el pago ocurrido en el crédito subyacente, es decir, el cupón/capital puede ser menor de lo que se adeudaba. En la medida en que las definiciones se relacionen con los intereses y capital adeudados sobre el crédito en lugar de con lo recibido, se alinean el crédito y la CLN en términos de llamar un incumplimiento. Fitch analizará los períodos de gracia del crédito y la CLN para evaluar si los casos de incumplimiento técnicos se pueden desencadenar y si la estructura carece de soporte de liquidez.

Los créditos sindicados pueden estar regulados por documentación de la transacción de diferentes jurisdicciones, además de que los acreditados pertinentes estén domiciliados en cualquier número de países. Estas jurisdicciones tienen retos adicionales en cuanto a la transferibilidad de créditos y el reconocimiento de un vehículo de propósito especial (SPV) como un acreditante. Fitch analizará el riesgo legal de estas emisiones como parte de su proceso de calificación para cualquier bursatilización (también denominada titularización o securitización, dependiendo del país) de un crédito sindicado individual.

## Seguimiento

A fin de que las calificaciones de Fitch se mantengan apropiadas, Fitch espera recibir oportunamente toda la información relevante en relación con las transacciones que califica, incluyendo la recepción recurrente de reportes y cualesquiera notificaciones *ad hoc*.

Los cambios en las calificaciones estarán determinados por cambios en la calidad crediticia de los principales contribuyentes de riesgo (indicados por un cambio en la calificación crediticia) y no por el número de entidades que presentan riesgo y la presencia de una reestructuración como un evento de crédito, porque estos no cambian a lo largo de la vida de la transacción. Los sistemas automatizados de alerta crediticia de Fitch permiten a los analistas detectar cambios en las calificaciones crediticias de los principales contribuyentes de riesgo, así como el estatus de Observación y Perspectiva de calificación, así como ajustar los programas del comité de revisión conforme a ello. Algunos de estos sistemas está disponibles al público en la sección de seguimiento de obligaciones de deuda colateralizada (CDO, por sus siglas en inglés: *collateralized debt obligation*) del sitio web de Fitch [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

El eslabón más débil de una CLN puede cambiar a lo largo de la duración de la CLN si las calificaciones de una o más de las entidades que presentan riesgo se modifican. Por ejemplo, una CLN de dos riesgos con una contraparte del *swap* con una calificación de 'A+' y una entidad de referencia con una calificación de 'A' indicaría que la entidad de referencia es el eslabón más débil y la CLN tendría una calificación implícita en la matriz de 'A-sf'. No obstante, si la calificación de la contraparte del *swap* bajara a 'A-', entonces se convertiría en el eslabón más débil y la calificación de la CLN implícita en la matriz se reduciría a 'BBB+sf'. De manera similar, la calidad crediticia de algunas operaciones de riesgo individuales se desarrollará de acuerdo a la IDR de la entidad que representa riesgo.

La frecuencia de las revisiones del desempeño de la transacción depende de la naturaleza de esta última, mas ocurrirán al menos anualmente. Las calificaciones actuales se revisan ante el

acontecimiento de eventos relevantes para la transacción para mantener calificaciones oportunas en todas las transacciones calificadas por Fitch.

### Variaciones Metodológicas

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

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

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo u otro aspecto o factor relevante para la asignación de calificación, así como la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero que el análisis descrito en la misma requiera modificarse para contemplar factores específicos para la transacción o emisor en particular.

### Fuentes de Información y su Suficiencia

Los supuestos clave de calificación para la metodología se basan en el análisis de Fitch de los documentos de la transacción y los datos e información que la agencia recibe de emisores, originadores, otras terceras partes y fuentes públicas, así como en el juicio analítico de la calificadora.

### Limitaciones

Las calificaciones asignadas por la agencia, incluyendo las Perspectivas y Observaciones, están sujetas a las limitaciones especificadas en "Ratings Definitions" de Fitch.

### Otras Consideraciones

La matriz CLN incluida en este informe fue evaluada considerando varias modificaciones derivadas del modelo de crédito de cartera de Fitch (PCM, por sus siglas en inglés: *portfolio credit model*). Sin embargo, algunos de los supuestos en el PCM se hicieron con la intención de ser aplicados a una cartera de múltiples activos, no únicamente a contribuyentes de dos o tres riesgos. Por lo tanto, Fitch simplificó el análisis desarrollando un enfoque basado en una matriz, con ciertos supuestos modificados del PCM para que los resultados sean más intuitivos para grupos de activos dobles o triples. Sin embargo, cuando la entidad que presenta riesgo está calificada de forma privada, si esta está de acuerdo, la calificación de CLN puede asignarse de forma pública mientras que la calificación subyacente se mantiene privada. Las calificaciones de CLNs no se basarán en calificaciones no solicitadas de entidades que presentan riesgo en jurisdicciones donde dichas calificaciones no estén permitidas.

La matriz CLN se debe utilizar al analizar CLNs con máximo tres entidades que presentan riesgo. Para transacciones con más de tres, se puede aplicar otra metodología de calificación de Fitch, como la metodología de calificación global para CDOs corporativos. Fitch también puede emplear el uso del PCM en estas transacciones.

Todas las entidades que presentan riesgo y que afectan CLNs de un tipo de subyacente o de subyacentes múltiples deben ser calificadas por Fitch para que la agencia pueda asignar una calificación a la CLN. Si Fitch retira la calificación de una entidad que presenta riesgo en una CLN, la calificación de la CLN también se retirará. Si la calificación de una entidad que presenta riesgo en una CLN se emite de manera privada, entonces la calificación de CLN también permanecerá privada. La calificación del emisor se utilizará para todas las entidades que presentan riesgo en la matriz CLN a menos que una entidad que presenta riesgo sea una garantía con mayor riesgo de incumplimiento. Las CLNs emitidas por bancos, las cuales incluyen una garantía explícita de la empresa matriz o de otra entidad con la misma empresa matriz como la entidad que presenta riesgo, utilizarán la calificación de la entidad que proporciona la garantía explícita.



## Apéndice 1: Escenarios de Sensibilidad

Los estreses que se muestran a continuación reflejan la sensibilidad de calificación de una CLN a cambios en la calificación crediticia de sus principales contribuyentes de riesgo. Cada estrés es indicativo del cambio en la calificación de la CLN como resultado de un cambio aislado en la calificación crediticia de uno de los principales contribuyentes de riesgo. Por ejemplo, en el Estrés 1, se asume que el eslabón más débil A de la CLN, con calificación 'BBB', se baja en un *notch* a 'BBB-', lo que resultaría en un cambio de la calificación CLN implícita en la matriz actual de 'BBB-sf' a 'BB+sf'.

### Muestra de Sensibilidades de Calificación

Riesgos	Calificación de CLN A	Calificación de CLN B	Calificación de CLN C
Riesgo 1 (Eslabón más Débil)	BBB	A	BBB+
Riesgo 2 (Riesgo Adicional)	A+	AA-	AA-
Riesgo 3 (Tercer Riesgo)	N.A.	N.A.	AA
Reestructuración del Eslabón Más Débil	No	Sí	Sí
Calificación CLN Actual	BBB-sf	A-sf	BBBsf
Estrés 1: Eslabón más Débil Reducido en Un <i>Notch</i>	BB+sf	BBB+sf	BBB-sf
Estrés 2: Eslabón más Débil Reducido en Tres <i>Notches</i>	BB-sf	BBB-sf	BBsf
Estrés 3: Eslabón más Débil Aumentado en Un <i>Notch</i>	BBBsf	Asf	BBB+sf
Estrés 4: Riesgo Adicional Reducido en un <i>Notch</i>	BBB-sf	BBB+sf	BBB-sf
Estrés 5: Riesgo Adicional Reducido en Tres <i>Notches</i>	BB+sf	BBB+sf <sup>a</sup>	BBB-sf
Estrés 6: Riesgo Adicional Aumentado en Tres <i>Notches</i>	BBBsf	Asf	BBBsf
Estrés 7: Tercer Riesgo Reducido en Un <i>Notch</i>	N.A.	N.A.	BBBsf
Estrés 8: Tercer Riesgo Reducido en Tres <i>Notches</i>	N.A.	N.A.	BBB-sf
Estrés 9: Tercer Riesgo Aumentado en Un <i>Notch</i>	N.A.	N.A.	BBBsf

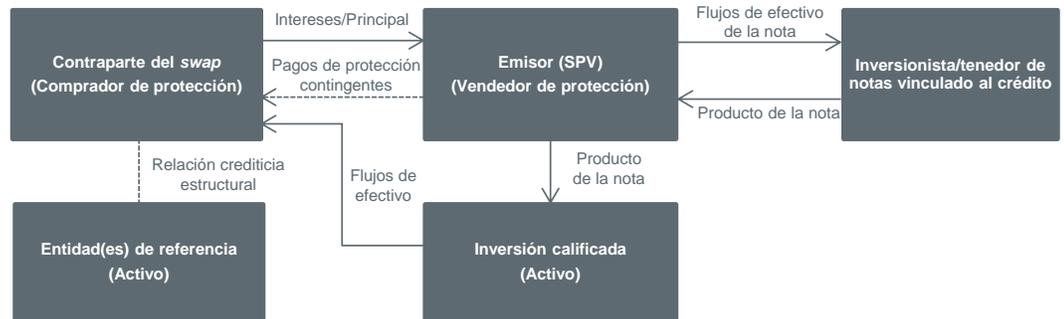
<sup>a</sup> El riesgo adicional sin reestructuración se convertiría en el eslabón más débil y la matriz CLN sin reestructuración se utilizaría en este estrés. N.A.: no aplica.

**Apéndice 2: Estructura de una CLN**

Las transacciones CLN involucran generalmente a un inversionista que compra una nota emitida por un vehículo de propósito especial (SPV o el vendedor de protección) de quiebra remota. La nota está ligada sintéticamente al crédito de una o más entidades de referencia a través de un CDS entre el SPV (en nombre del inversionista) y una contraparte del CDS (el comprador de protección). El producto de la emisión de la nota se utiliza para comprar una inversión calificada, la cual fondea (o colateraliza) los CDS. Tal y como el nombre lo sugiere, las CLNs de un solo tipo de subyacente hacen referencia a una sola entidad, mientras que las CLNs de subyacentes múltiples hacen referencia a más de una entidad.

Según los CDS, si la entidad de referencia experimenta un evento de crédito, la transacción se dará por terminada y el SPV adeudará un pago de la protección a la contraparte del *swap*. A cambio de recibir esta protección, la contraparte del *swap* efectúa pagos periódicos de primas al SPV durante la vigencia de la transacción. Si no ocurre un evento de crédito, la CLN se amortizará por completo en la fecha de vencimiento.

**Estructura Simplificada de una Nota Estructurada**



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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](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 © 2018 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información 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 afirmo una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

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