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

## Metodología de Sector Específico

Este informe actualiza y sustituye la Metodología de Calificación de Notas Estructuradas de Vinculación Crediticia Sencilla y Múltiple, publicada el 1ero de agosto de 2019. Asimismo, es la traducción de la metodología "Single- and Multi-Name Credit-Linked Notes Rating Criteria", publicada el 12 de febrero de 2020.

### Índice

Alcance 1
Factores Clave de la Calificación 1
Entidades que Presentan Riesgo 2
Número de Contribuyentes de Riesgo 4
Eventos de Crédito 5
Matriz CLN de Dos Riesgos de Fitch 5
Matriz CLN de Tres Riesgos de Fitch 6
Supervisión 9
Variaciones Metodológicas 9
Fuentes de Datos y Adecuación 10
Limitaciones 10
Otras Consideraciones 10
Apéndice 1: Escenarios de Sensibilidad 13
Apéndice 2: Estructura de CLN 14
Apéndice 3: Transacciones de Arrendamiento a Inquilino con Crédito 15

## Alcance

Este informe describe la metodología de Fitch Ratings para las emisiones de deuda que se basan en el desempeño de todas las partes para una transacción de una, dos o tres partes. Estas notas a menudo se conocen como *swaps* de vinculación crediticia o *swaps* por incumplimiento crediticio y se caracterizan por la ausencia de mejora crediticia, lo que implica que una falta cometida por cualquiera de las partes respecto de la transacción dará como resultado un incumplimiento. Las calificaciones de las notas de vinculación crediticia (CLN; *credit-linked note*) de Fitch solo se refieren a la probabilidad de incumplimiento de las notas y no tienen en cuenta la magnitud de las pérdidas para los inversionistas tras una terminación anticipada.

Las nuevas calificaciones de emisiones y seguimiento (internacionales y nacionales) para estructuras de CLN sencillas y múltiples se basan en un análisis de los tres factores clave de calificación que se describen a continuación. El alcance de este informe de metodología incluye CLN emitidas directamente por los bancos con vínculos de crédito a una segunda o tercera entidad que presenta riesgo. Las calificaciones de las CLN con riesgo de mercado integrado no son pertinentes en este informe de metodología.

## Factores Clave de la Calificación

**Calidad Crediticia:** La calidad crediticia de las entidades que presentan riesgo que afecta las CLN 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 clave principal de la calificación asignada por Fitch, ya que contribuye con el mayor riesgo crediticio. La calidad crediticia de todos los contribuyentes de riesgo principales está determinada generalmente por una calificación de incumplimiento del emisor (IDR; *issuer default rating*), una calificación de depósito o una calificación de contraparte que actúa como proveedora de un instrumento derivado, todas 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 de las notas.

**Reestructuración como Evento de Crédito:** La designación de la reestructuración como un evento de crédito según los términos del *swap* o un evento de incumplimiento, lo que podría provocar una terminación anticipada en virtud de un contrato de derivados, supone un riesgo mayor de incumplimiento de la CLN.

### Analistas

Matthias Neugebauer
+44 20 3530 1099
matthias.neugebauer@fitchratings.com

Joyce Fargas
+1 212 908 0824
joyce.fargas@fitchratings.com

Shashi Srikantan
+1 212 908 0393
shashi.srikantan@fitchratings.com

María Paula Moreno
+57 1 484 6775
maria.moreno@fitchratings.com

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

Atsushi Kuroda
+81 3 3288 2692
atsushi.kuroda@fitchratings.com

Stephan Perng
+49 69 768076 263
stephan.perng@fitchratings.com

Jan-Hendrik Tepper
+49 69 768076 131
jan-hendrik.tepper@fitchratings.com

## Entidades que Presentan Riesgo

Las entidades que presentan riesgo son aquellas que, en caso de incumplimiento o en ciertas circunstancias de reestructuración, suelen conducir a una terminación anticipada de la CLN calificada. En el caso de incumplimiento selectivo sobre un activo emitido por una entidad que presenta riesgo, la cual Fitch determina como un posible canje forzoso de deuda (DDE; *distressed-debt exchange*), Fitch seguirá los procedimientos establecidos en su "Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas" para DDE.

Fitch califica las entidades que presentan riesgo que respaldan una CLN en cinco categorías: entidad de referencia, inversión calificada, contraparte del *swap*, garante y patrocinador de vehículo de propósito especial (SPV; *special-purpose vehicle*). Cada CLN puede tener un máximo de tres entidades diferentes que presenten riesgos.

Entre los ejemplos de CLN de riesgo único, se incluyen transacciones de venta con arrendamiento posterior o de arrendamiento a inquilino con crédito (CTL; *credit-tenant lease*), préstamos reempaquetados o bursatilizaciones reempaquetadas *[Ver apéndice para obtener más información sobre las transacciones de CTL]*. En este caso, la calidad crediticia de la transacción de CLN es una transferencia de la calificación del riesgo único. Para estas transacciones con dos o tres entidades que presentan riesgos, el análisis de Fitch incorpora el uso de sus matrices de calificación de CLN de dos o tres riesgos. En todas las transacciones, se espera que cada entidad que presenta riesgo tenga una calificación de Fitch.

Fitch aplicará la metodología si está convencida de que las únicas situaciones en las que los tenedores de notas sufrirán pérdidas serán si la entidad que presenta riesgo subyacente incumple y es incapaz de cumplir con sus obligaciones, o si esta se reestructura y desencadena una terminación anticipada de la CLN en virtud de los términos de los documentos de la transacción. Si Fitch sabe que estas condiciones se han cumplido, puede asignar una calificación a la CLN, la cual considera la reestructuración en caso de que corresponda *[Ver sección "Eventos de Crédito"]*, y abordará únicamente la vulnerabilidad de incumplimiento de una de las partes involucradas y no la pérdida máxima tras un incumplimiento. Las transacciones de CTL, como ciertos centros de datos, pueden tener cláusulas de terminación menores. Fitch calificará la CLN en la IDR del inquilino únicamente si estos riesgos se mitigan o se consideran muy bajos. En estos casos, la calificación de CLN estará sujeta a un límite de calificación en la categoría A.

Fitch utilizará la calificación de incumplimiento del emisor de cada entidad que presente riesgo en su análisis, pero en caso de que un comité de calificación determine que otra calificación representa mejor el riesgo de incumplimiento de una entidad y esto se revela en el comentario de acción de calificación, se puede utilizar lo siguiente:

- 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 calificación de instrumento, como la calificación de nota de finanzas estructuradas o la calificación de nota de infraestructura global, la cual refleja la probabilidad de incumplimiento del instrumento.

Para la calificación de instrumento que refleja la recuperación posterior de un incumplimiento de instrumento, el comité de calificación puede decidir utilizar la parte inferior de la IDR y la calificación del instrumento. Por ejemplo, el comité puede elegir utilizar una calificación de bonos subordinados (es decir, la calificación de los bonos reales) en lugar de la IDR de la institución financiera que emitió el bono. El uso de las calificaciones de depósito y de una contraparte como proveedor de un instrumento financiero derivado, asignadas a una institución, no se considera de forma automática *[ver "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y*

### Metodologías Relacionadas

Global Structured Finance Rating Criteria (Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas) (Mayo 2019)

Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria (Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos) (Enero 2020)

*Bonos Cubiertos" para obtener más información*]. Si una entidad que presenta riesgo desempeña varios roles, se utilizará la menor de las calificaciones aplicables descritas en los puntos anteriores.

Una decisión del comité de calificación de utilizar cualquier información de calificación que se desvíe de lo anterior estará sujeta a una variación metodológica.

### Riesgo de Entidad de Referencia

Una entidad de referencia es el emisor de la deuda al cual se vincula un derivado de crédito. 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 comúnmente son aquellas que presentan el riesgo calificado más bajo y el factor principal de riesgo en las CLN, y un evento de crédito (tal como se describe en la documentación del *swap*), experimentado por una entidad de referencia, suele desencadenar una 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 International *Swaps* and Derivatives Association, Inc. (ISDA). 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 eventos de crédito que conducen a una terminación anticipada del contrato. Dicho contrato va acompañado de una confirmación y un cronograma, los cuales pueden complementar el contrato maestro o prevalecer sobre este e introducir o eliminar ciertas disposiciones pertinentes a cada transacción.

Se pueden invocar eventos de crédito cuando la contraparte del *swap* notifica que la información pública disponible indica que se cumplen las condiciones del evento de crédito. 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 del mismo por incumplimiento crediticio (CDS; *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 nocional de referencia inicial menos cualquier pérdida 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 cualquier 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* normalmente detalla 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 estándar.

### Riesgo de Inversión Calificada

La inversión calificada, también conocida como inversión elegible o activos cargados, es la garantía financiada 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. Puede respaldar los pagos de intereses.

En ausencia de contratos de colateral que garanticen incondicionalmente el valor de la inversión calificada, un incumplimiento de esta última podría conducir a una pérdida por dos razones: 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 en estado "*in-the-money*", se hará un pago preferente a precio de mercado a la contraparte de los fondos restantes del emisor.

Generalmente, se emite la inversión calificada en un importe nominal equivalente al importe nominal de la CLN al cierre de la transacción y tiene una fecha de vencimiento que coincide con la de la CLN. Esto ayuda a minimizar cualquier riesgo de mercado a mercado (*market-to-market risk*) al vencimiento. Las calificaciones de CLN de Fitch no abordan la magnitud de las pérdidas para los inversionistas después del acontecimiento de una terminación anticipada. Las calificaciones asignadas incorporan únicamente la probabilidad de incumplimiento de una de las partes involucradas.

*Para obtener información sobre la dependencia de la cuenta bancaria o la exposición excesiva de la contraparte, consulte la "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos" de Fitch.*

### Riesgo de Contraparte del *Swap*

En términos generales, la contraparte del *swap* tiene una función de obligación de pago en la transacción. En un CDS, por ejemplo, la contraparte del *swap* es responsable de efectuar los pagos de intereses al SPV mientras dure la transacción de CLN y, a menudo, también garantiza los pagos de capital. 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. En la mayoría de los casos, por lo tanto, la contraparte del *swap* se considera una entidad que presenta 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 la metodología de Fitch para contrapartes, el riesgo de contraparte del *swap* podría deslindarse de la calificación de la CLN *[Ver "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos" para obtener más información]*. Considere que, en opinión de Fitch y tal como se describe en la metodología de contrapartes, es poco probable que se reemplacen ciertos tipos de contrapartes o derivados de *swaps* y, por lo tanto, deben considerarse como un riesgo.

### Garante

Las CLN que se benefician de una garantía incondicional e irrevocable pueden obtener una calificación transferida (*pass-through*) del garante. Para tomar esta determinación, Fitch analizará el alcance de la garantía, el proceso de reclamación y el tiempo requerido para que el garante desembolse los fondos destinados al SPV. Si el garante solo puede desembolsar los fondos después de 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 monto total o prima de prepago, cuando corresponda.

### Patrocinador del SPV

Para las CLN emitidas por un SPV, el patrocinador de este último o banco actúa normalmente como la contraparte del *swap* 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 Fitch determine que la transacción puede operar de manera independiente, de forma que todos los gastos del SPV continuos y los posibles gastos extraordinarios se puedan cubrir 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

Las CLN con una entidad que presenta riesgo podrían obtener una calificación transferida de esa entidad específica. Sin embargo, se empleará un enfoque basado en una matriz (matriz de

calificación CLN o matriz CLN) cuando haya dos o tres entidades que presenten riesgos, como se explica más adelante.

Si la misma entidad desempeña más de una función de riesgo en una transacción (por ejemplo, si el *swap* de contraparte de la transacción también es el emisor de la inversión calificada), Fitch considerará estas entidades como 100% correlacionadas y las tratará como un solo riesgo. Si dos entidades altamente correlacionadas se califican sobre una base consolidada y al mismo nivel de calificación, el comité de calificación también puede considerarlas como un solo riesgo. Cualquier desviación de lo anterior se considerará como una variación metodológica.

## Eventos de Crédito

Los eventos de crédito, tal como se definen en la documentación de los *swaps*, obligan a una terminación anticipada de la CLN. La falta de pago o una quiebra pueden desencadenar estos eventos, pero otros sucesos como, la reestructuración también pueden causarlos. La decisión de una empresa de reestructurar su deuda no necesariamente da como resultado pérdidas; por ejemplo, en los casos en que un inversionista posee la obligación de referencia real en efectivo en lugar de a través de un CDS, y la mantiene hasta el vencimiento. Sin embargo, si un evento de crédito de reestructuración obliga a la liquidación de la transacción antes de su vencimiento, el riesgo del ajuste al mercado puede ser importante para una empresa que se encuentra reestructurando los términos de sus emisiones de deuda en un esfuerzo por evitar el incumplimiento.

A fin de abarcar ese riesgo, cuando la reestructuración es un evento de crédito en la documentación de *swap* de una transacción, Fitch aplica una reducción de un nivel (*notch*) a la calificación del riesgo, al cual corresponde la reestructuración. Es posible que Fitch no sea capaz de asignar una calificación cuando la reestructuración como un evento de terminación anticipada se defina de forma tan amplia que el impacto sea muy difícil de captar en un ajuste de la calificación de la entidad en cuestión.

La aceleración de la obligación también se considera como un evento de crédito, 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, Fitch ha encontrado que este riesgo incremental es diminuto en función de un nombre único 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 de CLN con dos entidades que presentan riesgo, Fitch emplea la matriz CLN de dos riesgos *[ver tabla en página 6]*.

Para utilizar la matriz CLN, bajo el título de Eslabón Más Débil, identifique la calificación del contribuyente de riesgo con la calificación más baja *[Ver sección "Entidades que Presentan Riesgo" para obtener más detalles sobre el tipo de calificación utilizado]*. A continuación, identifique la calificación de la entidad que presenta riesgo adicional en la columna Riesgo Adicional. En dirección de izquierda a derecha sobre la fila de la calificación del riesgo adicional, elija la calificación que se cruza con la columna Eslabón Más Débil. La intersección de la columna elegida cuando se selecciona la calificación aplicable del eslabón más débil, en cruce con la fila elegida cuando se selecciona la calificación aplicable de la entidad que presenta el riesgo adicional, da la calificación de CLN implícita en la matriz para las dos entidades.

Por ejemplo, en la tabla que se muestra abajo, una entidad de referencia con calificación de 'BBB+' (eslabón más débil) y una contraparte de *swap* o inversión calificada (riesgo adicional) calificada en 'AA−' conducirían a una calificación de CLN implícita en la matriz de 'BBB+sf'. En este ejemplo, la calificación implícita se trata de la misma calificación que la del eslabón más débil. Esto se debe a que, en opinión de Fitch, el riesgo agregado por una contraparte calificada en

'AA−' o más es muy bajo en relación con el riesgo de un 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 el eslabón más débil y de 'BBB−' o más altas para el riesgo adicional. Para transacciones con un eslabón más débil o riesgo adicional con una calificación más baja que estos niveles, la calificación de CLN se asignará tomando en cuenta dichos riesgos como la fortaleza de la contraparte, el estado de la observación o perspectiva de calificación, término al vencimiento y correlación de los riesgos involucrados. Estos casos se registrarían mediante una variación metodológica.

### Matriz CLN de Dos Riesgos

| | Eslabón Más Débil | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Riesgo Adicional** | **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 |

Fuente: Fitch Ratings

## Matriz CLN de Tres Riesgos de Fitch

Cuando una tercera entidad diferente que presenta riesgo se incluya en una transacción de CLN, se debe utilizar la matriz CLN de tres riesgos. A continuación, se presenta un fragmento de esta matriz. Para utilizar la matriz de tres riesgos, deben de ordenarse los riesgos de la entidad que presenta el mayor riesgo (con la calificación más baja) a la entidad que presenta el menor riesgo.

Utilizando pasos similares a los descritos para la matriz de dos riesgos, la intersección de la calificación aplicable del eslabón más débil, la calificación aplicable de la entidad que presenta el riesgo adicional (en la columna más a la izquierda) y la calificación aplicable de la entidad que presenta el tercer riesgo (la columna más a la derecha), se obtiene el resultado de tres riesgos.

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

La matriz CLN de tres riesgos completa se encuentra en la página 11. Ahí se exponen resultados de ejemplo para diversos casos de posibles CLN.

## Resultados Muestra de la Matriz CLN de Tres Riesgos

| | Ejemplo de escenarios de 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 |

Fuente: Fitch Ratings

## Extracto de la Matriz CLN de Tres Riesgos

| | Eslabón Más Débil | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Riesgo Adicional** | **AAA** | **AA+** | **AA** | **AA-** | **A+** | **A** | **A-** | **BBB+** | **BBB** | **BBB-** | **BB+** | **BB** | **BB-** | **Tercer riesgo[a]** |
| **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 |

[a] La matriz CLN de tres riesgos completa se encuentra en la página 11. Esta muestra supone que la parte con la calificación más alta (el tercer riesgo) tiene una calificación 'AA'.
Fuente: Fitch Ratings

### Observación y Perspectiva de Calificación

Algunas CLN pueden contener una o más entidades que presentan riesgos, las cuales están en observación de calificación o mantienen una perspectiva de calificación. Además, distintas combinaciones de observaciones y perspectivas de calificación pueden ocurrir en cualquier momento durante la vida de una CLN. La observación o perspectiva de calificación de la CLN provendrá del estado de la observación o perspectiva de calificación de las entidades que presentan riesgo subyacente y estará sujeta a la decisión del comité de calificación. Si la calificación de una entidad individual que presenta riesgo se encuentra en observación de calificación, la calificación de la CLN tendrá la misma observación de calificación que esa entidad que presenta riesgo. Si un comité tuviera que asignar una nueva calificación de CLN en una observación negativa, esto se consideraría una variación metodológica.

### Terminación Anticipada Obligatoria

Todas las CLN contienen eventos de terminación anticipada obligatoria que causan que la CLN se revierta automáticamente.

Mientras que algunos eventos de terminación anticipada obligatoria, como la terminación tras un incumplimiento de alguna de las entidades que presentan riesgo, se consideran como estándar y se incorporan en la calificación de Fitch de una CLN, para otros no ocurre lo mismo. Estos otros eventos pueden incluir terminación si una transacción se considera ilegal o queda sujeta a impuestos, o bien, una terminación anticipada de la transacción debido a un cambio en las regulaciones que afectan la situación de las entidades que presentan riesgo. Algunos eventos de terminación anticipada obligatoria se consideran riesgos significativos que no se pueden integrar en el análisis de Fitch e impedirían que la agencia asignara una calificación. Los ejemplos incluyen, a modo enunciativo, la ejecución de una opción de compra por parte de una entidad que presente riesgo u otros eventos que no figuren como eventos de terminación en el acuerdo maestro de la ISDA.

### Riesgo de Tipo de Cambio

Algunas transacciones de CLN contienen un *swap* de divisas cruzadas (CCS; *cross-currency swap*) para mitigar el riesgo cambiario. Estas CLN normalmente tienen notas denominadas en moneda extranjera y utilizan el producto de la emisión de las notas para comprar inversiones calificadas basadas en dólares estadounidenses a fin de fungir como colateral. Bajo un CCS, una contraparte del *swap* acuerda pagar intereses y capital sobre la base de un monto fijo equivalente, ya sea al nocional de las notas o a 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 estadounidenses convertidos luego en la moneda de las notas.

Sin embargo, los inversionistas pueden estar expuestos al riesgo cambiario, en el caso de terminación anticipada, al convertir el producto de la venta de la inversión calificada en dólares estadounidenses en la moneda local de las notas. Este riesgo no se aborda en las calificaciones de 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 CLN se emitieran en una moneda con un techo país más bajo que la calificación de la CLN. Por ejemplo, si se emitiera una nota en la moneda de una jurisdicción con un techo país de 'BBB+' y se anticipara que la calificación de la CLN fuera superior a 'BBB+sf', se esperaría 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 asociaciones comerciales. Fitch analizará caso por caso cualquier lenguaje que describa mecanismos de tipo de cambio y puede elegir limitar la calificación de la CLN en la calificación del techo país de la moneda correspondiente.

### Riesgo de Desvalorización (Deflación)

Ciertas CLN 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, la UDI de México o la UF de Chile). La contraparte del *swap* puede acordar en ocasiones fijar un piso al intercambio final del nocional para que lo mínimo pagado al inversionista en la amortización sea igual al nocional de su inversión inicial. Sin embargo, si ocurriera 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.

### Préstamos Sindicados en CLN

En algunas transacciones, los créditos sindicados sencillos, los cuales se bursatilizan 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 varios retos, ya que los créditos sindicados tienen características distintas a las de los bonos.

- Extensión del vencimiento: las CLN tienen vencimientos legales finitos y cualquier extensión del vencimiento del préstamo subyacente más allá del vencimiento legal puede requerir la venta del préstamo que conduce a exponer a los inversionistas al riesgo del valor de mercado. Puede haber circunstancias que mitiguen esta situación, como la existencia de una mayoría de 100% a nivel del préstamo sindicado, lo que significaría que los tenedores de CLN, a través de un fiduciario, pueden asegurar que los vencimientos de la CLN y del préstamo sindicado coincidirán. Esto puede variar de un crédito a otro.
- Los eventos de incumplimiento de préstamos sindicados tienden a ser expansivos y, a menudo, incluyen incumplimientos de los pactos financieros entre otros eventos desencadenantes no relacionados con la falta de pago, que pueden llevar al

incumplimiento. Si estos eventos les permiten a los prestamistas acelerar el pago de los créditos que bursatiliza una CLN, esto podría obligar a la terminación anticipada de la transacción y provocar pérdidas para los tenedores de notas CLN. En este caso, es posible que Fitch no pueda calificar esta CLN.

- Las definiciones de capital e intereses deben basarse en los montos adeudados y no en los montos recibidos, ya que de esta manera se alinea el préstamo y la CLN en términos de decidir un incumplimiento. Las definiciones que están indicadas como intereses y capital recibidos ignoran la posibilidad de un incumplimiento en el pago ocurrido en el préstamo subyacente, es decir, cuando el pago de cupón/capital fue menor que el adeudo. Fitch analizará los períodos de gracia del crédito y la CLN para evaluar si se pueden desencadenar casos de incumplimiento técnicos y si existe un soporte de liquidez suficiente.
- Los créditos sindicados pueden regirse por la documentación de transacciones de distintas jurisdicciones que conducen a nuevos desafíos sobre la transferibilidad de los créditos y el reconocimiento del SPV como prestamista. Fitch analizará el riesgo legal de estas emisiones como parte de su proceso de calificación para cualquier bursatilización de un préstamo sindicado individual.

## Supervisión

A fin de que las calificaciones de Fitch se mantengan apropiadas, Fitch espera recibir oportunamente toda la información relevante, incluida la recepción recurrente de reportes y cualquier notificación ad hoc.

Los cambios en las calificaciones estarán determinados por cambios en la calidad crediticia de los contribuyentes de riesgo principales (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 contribuyentes de riesgo principales, así como el estado de observación y perspectiva de calificación y ajustar los programas del comité de revisión conforme a ello. El eslabón más débil de una CLN puede cambiar durante la vigencia de la CLN si se modifican las calificaciones de una o más de las entidades que presentan riesgo.

Por ejemplo, una CLN de dos riesgos con una contraparte del *swap* calificada con 'A+' y una entidad de referencia calificada en '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 bajaría a 'BBB+sf'. De manera similar, la calidad crediticia de algunas operaciones de riesgo individuales se desarrollará de acuerdo con la calificación de emisor de la entidad que representa riesgo.

La frecuencia de las revisiones del desempeño de la transacción depende de la naturaleza de la transacción, pero ocurrirán al menos anualmente. Las calificaciones actuales se revisan ante el acontecimiento de eventos relevantes para la transacción con el fin de mantener calificaciones oportunas en todas las transacciones calificadas por Fitch.

## Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para utilizarse 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 o emisor por emisor, así como la divulgación completa mediante un comentario de calificación, fortalecen el proceso de calificación de Fitch, al mismo tiempo que contribuyen a la comprensión por parte de los participantes del mercado del análisis detrás de las calificaciones de la agencia.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de esta metodología para reflejar los riesgos de una transacción o una entidad en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones se darán a conocer en los respectivos comentarios de la acción de calificación, incluido el impacto sobre la calificación cuando corresponda.

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, aspecto u otro factor relevante para la asignación de calificación, al igual que la metodología aplicada para ello, se incluyan en el alcance de la metodología, pero el análisis descrito en esta requiera modificarse con el fin de contemplar factores específicos para la transacción o entidad en particular.

## Fuentes de Información y Adecuación

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, patrocinadores, otras terceras partes y fuentes públicas, incluida la fijación de eventos de crédito de Markit (plataforma de información financiera), así como el juicio analítico de la calificadora. Normalmente, en su análisis crediticio, Fitch utilizaría la calificación de riesgo emisor de cada una de las entidades que presentan riesgo, aunque podría haber situaciones en las que el comité considere la posibilidad de utilizar la calificación de bonos, depósitos o de contraparte de derivados reales, como se mencionó en la sección "Entidades que Presentan Riesgo" *[Ver apartado "Otras Consideraciones" para más información sobre la matriz CLN]*.

## Limitaciones

Las calificaciones, incluidas las observaciones y perspectivas de calificación, asignadas por Fitch, están sujetas a las limitaciones especificadas en las "Definiciones de Calificaciones" 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; *portfolio credit model*). Sin embargo, algunos de los supuestos en el PCM se hicieron con la intención de ser aplicados a una cartera de activos múltiples, no únicamente a contribuyentes de dos o tres riesgos. Por lo tanto, Fitch simplificó el análisis mediante el desarrollo de 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.

La matriz CLN se debe utilizar al analizar CLN con máximo tres entidades que presenten riesgo. Para transacciones con más de tres, se puede aplicar otra metodología de calificación de Fitch, como la metodología "CLOs and Corporate CDOs Rating Criteria". Fitch también puede emplear el uso del PCM en estas transacciones.

Todas las entidades que presentan riesgo y que afectan a nuevas CLN 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, 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. 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 mantenga privada. Las calificaciones de CLN no se basarán en calificaciones no solicitadas de entidades que presenten riesgo en jurisdicciones en las que dichas calificaciones no estén permitidas.

La calificación del emisor se utilizará para todas las entidades que presenten riesgo en la matriz CLN, a menos que una entidad que presenta riesgo sea una garantía con mayor riesgo de incumplimiento. Las CLN 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.

## Matriz CLN de Tres Riesgos

| | Eslabón Más Débil | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Riesgo Adicional** | **AAA** | **AA+** | **AA** | **AA-** | **A+** | **A** | **A-** | **BBB+** | **BBB** | **BBB-** | **BB+** | **BB** | **BB-** | **Tercer riesgo[a]** |
| **AAA** | AA+sf | AAsf | AA-sf | A+sf | Asf | A-sf | BBB+sf | BBBsf | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | AAA |
| **AA+** | - | AAsf | AA-sf | A+sf | Asf | A-sf | BBB+sf | BBBsf | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | AAA |
| **AA** | - | - | AA-sf | A+sf | Asf | A-sf | BBB+sf | BBBsf | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | AAA |
| **AA-** | - | - | - | A+sf | Asf | A-sf | BBB+sf | BBBsf | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | AAA |
| **A+** | - | - | - | - | A-sf | BBB+sf | BBBsf | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | AAA |
| **A** | - | - | - | - | - | BBB+sf | BBBsf | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | AAA |
| **A-** | - | - | - | - | - | - | BBBsf | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | AAA |
| **BBB+** | - | - | - | - | - | - | - | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | AAA |
| **BBB** | - | - | - | - | - | - | - | - | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | AAA |
| **BBB-** | - | - | - | - | - | - | - | - | - | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | AAA |
| **AA+** | - | AAsf | AA-sf | A+sf | Asf | A-sf | BBB+sf | BBBsf | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | AA+ |
| **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+ |
| **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 |
| **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- |
| **A+** | - | - | - | - | BBB+sf | BBBsf | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A+ |
| **A** | - | - | - | - | - | BBBsf | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A+ |
| **A-** | - | - | - | - | - | - | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A+ |
| **BBB+** | - | - | - | - | - | - | - | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A+ |
| **BBB** | - | - | - | - | - | - | - | - | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A+ |
| **BBB-** | - | - | - | - | - | - | - | - | - | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A+ |
| **A** | - | - | - | - | - | BBBsf | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A |
| **A-** | - | - | - | - | - | - | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A |
| **BBB+** | - | - | - | - | - | - | - | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A |
| **BBB** | - | - | - | - | - | - | - | - | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A |
| **BBB-** | - | - | - | - | - | - | | - | - | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A |
| **A-** | - | - | - | - | - | - | BBB-sf | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A- |

| | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **BBB+** | - | - | - | - | - | - | - | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A- |
| **BBB** | - | - | - | - | - | - | - | - | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A- |
| **BBB-** | - | - | - | - | - | - | - | - | - | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | A- |
| **BBB+** | - | - | - | - | - | - | - | BB+sf | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | BBB+ |
| **BBB** | - | - | - | - | - | - | - | - | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | BBB+ |
| **BBB-** | - | - | - | - | - | - | - | - | - | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | BBB+ |
| **BBB** | - | - | - | - | - | - | - | - | BBsf | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | BBB |
| **BBB-** | - | - | - | - | - | - | - | - | - | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | BBB |
| **BBB-** | - | - | - | - | - | - | - | - | - | BB-sf | B+sf | Bsf | B-sf | BBB- |

[a] El tercer riesgo siempre es la entidad que presenta el menor riesgo (con la calificación más alta).
Fuente: Fitch Ratings

## 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 contribuyentes principales 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 contribuyentes de riesgo principales. Por ejemplo, en el Estrés 1, se asume que el eslabón más débil A de la CLN, con calificación de BBB, se baja en un nivel a BBB−', lo que daría como resultado 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 de CLN actual | BBB-sf | A-sf | BBB-sf |
| Estrés 1: Eslabón más débil reducido en un nivel | BB+sf | BBB+sf | BB+sf |
| Estrés 2: Eslabón más débil reducido en tres niveles | BB-sf | BBB-sf | BB-sf |
| Estrés 3: Eslabón más débil aumentado en un nivel | BBBsf | Asf | BBBsf |
| Estrés 4: Riesgo adicional reducido en un nivel | BBB-sf | BBB+sf | BB+sf |
| Estrés 5: Riesgo adicional reducido en tres niveles | BB+sf | BBB+sf | BB+sf |
| Estrés 6: Riesgo adicional aumentado en un nivel | BBBsf | A-sf | BBB-sf |
| Estrés 7: Tercer riesgo reducido en un nivel | n. a. | n. a. | BBB-sf |
| Estrés 8: Tercer riesgo reducido en tres niveles | n. a. | n. a. | BB+sf |
| Estrés 9: Tercer riesgo aumentado en un nivel | n. a. | n. a. | BBB-sf |

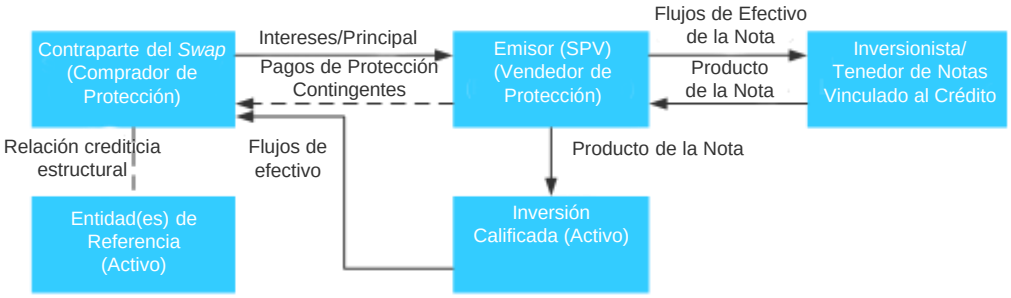
n. a.: No aplica
Fuente: Fitch Ratings

## Apéndice 2: Estructura de CLN

Las transacciones de CLN involucran generalmente a un inversionista que compra una nota emitida por un SPV de quiebra remota (o el vendedor de protección). 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 da financiamiento (o colateraliza) al CDS. Tal y como el nombre lo sugiere, las CLN de un solo tipo de riesgo hacen referencia a una sola entidad, mientras que las CLN de riesgos 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* efectuará pagos periódicos de primas al SPV durante la vigencia de la transacción. Si no ocurriese un evento de crédito, la CLN se amortizaría por completo en la fecha de vencimiento.

### Diagrama de Estructura



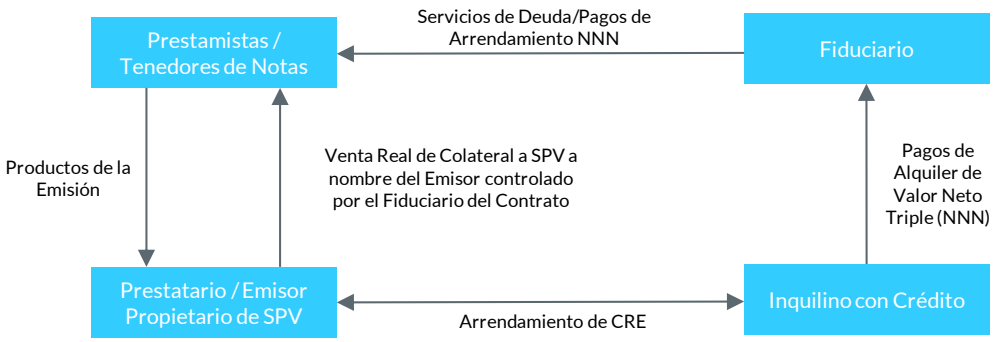

Fuente: Fitch Ratings

# Apéndice 3: Transacciones de Arrendamiento a Inquilino con Crédito

En el caso de las transacciones garantizadas por bienes raíces comerciales (CRE; *commercial real estate*) en las que el arrendamiento consiste en un CTL y la estructura de transacción mitiga al propietario, el refinanciamiento y cualquier otro riesgo de mercado, las características predeterminadas de la transacción se vincularán a la calificación de riesgo emisor del inquilino, en lugar de a las características de apalancamiento de la transacción de CTL. Para las transacciones de CTL, la entidad que presenta el riesgo es el inquilino o arrendatario y la calificación de riesgo emisor del inquilino se utiliza como indicador por defecto en el arrendamiento y la transacción.

## Diagrama de Transacciones

### Diagrama de Estructura




Fuente: Fitch Ratings

El proceso de calificación de Fitch incluye revisar los términos del arrendamiento, revisar documentos auxiliares, como pólizas de seguros, evaluar las calificaciones del arrendatario, analizar estructuras de deuda y resúmenes de arrendamiento relacionados, y revisar cualquier elemento estructural de la transacción que mitigue los riesgos.

## Estándares de Arrendamiento

Fitch considerará una transacción bajo esta metodología de CTL y vinculará la calificación del préstamo o notas a la calificación de riesgo emisor del inquilino si:

- El arrendamiento es triple neto (NNN) o con cobertura integral de riesgos y todos los derechos de terminación y reducción son cuantificables y mitigados por características estructurales adicionales; el arrendamiento con cobertura integral de riesgos no permite la terminación, reducción o compensación de derechos en ningún momento y el arrendatario es responsable de todos los costos asociados con la operación y el mantenimiento de la propiedad.

- La propiedad está completamente construida y no hay obligaciones del propietario que, de no ser cumplidas, permitirían al inquilino reducir el alquiler o modificar o terminar cualquier plazo de arrendamiento.

- Los pagos de arrendamiento son fijos y no es necesario realizar el pago de ningún alquiler adicional para cumplir con las obligaciones de servicio de la deuda. El alquiler base debe abarcar el pago de todos los costos relacionados con el bien raíz, impuestos incluidos, seguros, mantenimiento, servicios públicos, pagos de arrendamiento de terreno, y evaluaciones especiales.

- En caso de expropiación o accidente, el contrato de arrendamiento establece que todos los ingresos relacionados con el seguro o condena aplicarían al saldo del principal del préstamo o notas calificadas, y que el arrendatario deberían continuar realizando los pagos subsiguientes del alquiler base que amortizarían completamente el saldo restante del préstamo antes de la fecha de vencimiento. En el caso de un accidente, los ingresos del seguro de la propiedad se pagarían directamente al prestamista, quien reembolsaría al arrendatario por la reparación y restauración de la propiedad.

### Análisis de Arrendamiento

Fitch revisa los resúmenes de arrendamiento y los impedimentos legales del inquilino con el objetivo de evaluar si una transacción califica para el tratamiento de CTL. Para que una transacción califique para el tratamiento de CTL y esté vinculada a la calificación de riesgo emisor del inquilino, los impedimentos legales del arrendatario deben indicar lo siguiente:

- El arrendatario ha comenzado a pagar el alquiler de acuerdo con el cronograma de alquiler indicado en el impedimento legal y el arrendatario no ha realizado ningún pago por adelantado del alquiler con más de un mes de anticipación.

- El arrendatario actualmente no está en incumplimiento en virtud del arrendamiento, el arrendatario no tiene compensaciones ni reclamaciones contra el arrendador, el arrendamiento es válido y se encuentra en plena vigencia, y el arrendamiento no se ha modificado en ningún sentido, excepto como se indica.

- El arrendatario ha aceptado la posesión de las instalaciones como se le presentan y el arrendador ha cumplido con todas y cada una de las obligaciones de mejoras del inquilino, concesiones de arrendamiento u otra construcción.

### Estructura de Transacción de CTL

La probabilidad de incumplimiento se puede basar en la IDR del arrendatario de CTL cuando el préstamo o notas de la transacción presentan las siguientes características:

- La deuda se amortiza completamente durante el plazo de arrendamiento primario, lo que elimina el riesgo de refinanciamiento.

- Los alquileres se pagan directamente en una cuenta de administración de efectivo controlada por un fiduciario, lo que elimina el riesgo de desempeño del propietario. Dicha cuenta se analiza en el contexto de la “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” de Fitch.

- La tasa de interés de la deuda es fija, los pagos del servicio de la deuda no exceden el alquiler fijo y contractual, y el índice de cobertura de servicio de deuda (DSCR; *debt service coverage*

*ratio*) es de al menos 1,0x para cada período de pago, incluidos todos los gastos de transacción y otros.

- La deuda está asegurada por una primera hipoteca y la cesión de todos los arrendamientos y alquileres, respaldados por un título perfecto, a favor del prestamista o tenedores de notas; el emisor no puede incurrir en una deuda adicional asegurada por un gravamen menor sobre la propiedad o los intereses de propiedad del arrendador.

- El prestatario es una entidad de un solo propósito y quiebra remota.

- El pago de la prima del seguro no depende del desempeño del propietario. El seguro de accidentes por el costo total de reemplazo es suficiente como para cubrir el tiempo de reconstrucción.

- Las protecciones de liquidez, como las cuentas de reserva, los anticipos del administrador o el seguro por interrupción del negocio, están disponibles para dar cuenta de cualquier interrupción a corto plazo en los flujos de efectivo en virtud de los pagos del arrendamiento y se evaluarán de acuerdo con la *Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos* de Fitch.

- El arrendatario reconoce la cesión de arrendamientos y alquileres al prestamista o tenedores de notas y acuerda pagar todos los alquileres directamente al prestamista. Además, el arrendatario reconoce al prestamista en calidad de arrendador, obtiene el consentimiento del prestamista para cualquier modificación o cambio al arrendamiento, y notifica y otorga al prestamista un período de subsanación extendido en caso de incumplimiento del propietario.

### Revisión de la Póliza de Seguro

Fitch revisará las pólizas de seguros con antelación para proporcionar una evaluación inicial de sus riesgos, beneficios y claridad en lo que se refiere al proceso de reclamaciones. El seguro puede incluir una variedad de coberturas que incluyen la interrupción del negocio pero, como mínimo, debe comprender la de propiedad y accidentes.

Fitch completa un análisis detallado de las condiciones y plazos de pago de la póliza de seguros, para determinar si:

- Las primas de la póliza se pagan en su totalidad al cierre de la transacción o están cubiertas por el arrendatario y no están sujetas al desempeño del arrendador.

- Las pólizas no se pueden cancelar y nombran al fiduciario como beneficiario adicional de la pérdida.

- El proveedor debe realizar el pago inmediatamente después de recibir un aviso de reclamación y el proceso habitual de pago de reclamaciones.

- Los requisitos para presentar una reclamación se detallan específicamente en la póliza y se declaran de manera explícita, sin margen para la interpretación.

- Los términos de la póliza no contradicen ninguna disposición de los documentos de transacción.

El seguro en las transacciones de CTL es importante para proteger el activo de posibles riesgos catastróficos. Sin embargo, Fitch no considerará a la aseguradora como una entidad que presenta riesgo, siempre y cuando la prima del seguro sea la obligación del inquilino o se pague por adelantado, y la póliza o mercado de seguro se considere altamente líquido y las pólizas se normalicen. Sin embargo, si Fitch concluye que la póliza de seguros específica es personalizada o no hay aseguradoras alternativas disponibles y no se puede suponer el reemplazo, se limitará la calificación de notas a la calificación de Fortaleza Financiera de las Aseguradoras correspondiente.

### Cláusulas de Terminación

Algunos contratos de arrendamiento subyacentes pueden tener cláusulas de terminación específicas que Fitch considera de bajo riesgo. En estos casos, Fitch cuantificará este riesgo mediante el análisis de la probabilidad de que se produzcan estos eventos o si la transacción ofrece algún mitigante específico para protegerse contra este riesgo. Las transacciones con cláusulas de terminación remotas se limitarán dentro de la categoría A. El análisis relacionado con la evaluación de Fitch de los eventos de terminación se darán a conocer y publicarán dentro de los informes de calificación de Fitch.

Un ejemplo común de contratos de arrendamiento con cláusulas de terminación se refiere a los centros de datos. Fitch analiza el potencial de terminación del arrendamiento de los centros de datos mediante la evaluación de la probabilidad de que se produzca cualquiera de estos eventos. El evento de terminación más común se relaciona con la disponibilidad de energía para la instalación, la cual se mide a través del tiempo de actividad de la instalación. Como parte de este análisis, Fitch revisará los informes técnicos de los ingenieros y la ubicación, así como el desempeño histórico del sector y del operador.

El análisis de Fitch se centra en el diseño de ingeniería y los niveles específicos de dicha instalación que cuenta con el respaldo de las especificaciones de ingeniería y las protecciones de redundancia que ofrece el diseño del edificio; los centros de datos con designaciones de nivel III o superior tienen especificaciones de disponibilidad de 99,982 % o superior. Esta información, junto con la información analítica del equipo corporativo de Fitch, proporciona al equipo de financiamiento estructurado de Fitch la capacidad de determinar si el riesgo de interrupción puede considerarse bajo.

Un evento de terminación adicional puede estar relacionado con una interrupción o una pérdida total de una instalación debido a un evento catastrófico. El análisis de Fitch relacionado con esto tiene en cuenta la cobertura del seguro junto con la ubicación, el diseño y las medidas preventivas en vigor para enfrentar incendios y otros desastres naturales.

Esta metodología se utilizaría en conjunto con el informe de *Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos* de Fitch si la transacción incluye algún riesgo de construcción. Las cláusulas de terminación relacionadas con el riesgo de construcción deben mitigarse por completo y el Grupo de Infraestructura Global de Fitch analizará este riesgo de finalización.

### Supervisión

La supervisión se mantiene para todas las transacciones de CTL calificadas por Fitch. Los cambios en la IDR de un arrendatario modificarán la calificación de la transacción. En el caso de los centros de datos, Fitch seguirá supervisando cualquier indicador de desempeño operativo de la propiedad que pueda provocar una disminución del alquiler o una posible terminación del arrendamiento.

**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. LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES A TRAVÉS DE ESTE ENLACE: HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN EL SITIO WEB PÚBLICO DE LA AGENCIA EN WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, LOS CRITERIOS Y LAS METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN 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., Fitch Ratings Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, Nueva 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 (incluida 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 en 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 las 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, las cartas de procedimientos acordadas, las evaluaciones, los informes actuariales, los informes técnicos, los 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 precisión de la información que proveen a Fitch y al mercado en documentos de oferta y otros reportes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluidos los auditores independientes en torno 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 declaración ni garantía de ningún tipo, y Fitch no declara ni 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 de una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no estén relacionados con el 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 de, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo a fines de contacto. 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 ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender ni mantener ningún 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 con los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 hasta USD 750.000 (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 USD 10.000 y USD 1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o difusión 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 en virtud de las leyes de mercado de Estados Unidos, la Ley de Mercados y Servicios Financieros del año 2000 (Financial Services and Markets Act) de Reino Unido o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, es posible que los informes de Fitch estén disponibles hasta tres días antes para los suscriptores de versiones electrónicas que para los suscriptores de versiones impresas.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Sur: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia n.º 337123) que lo 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 Ley de Sociedades del 2001 (Corporations Act 2001).