

# Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos

## Metodología Intersectorial

### Alcance

Este informe de metodología describe el enfoque de Fitch Ratings en relación con el riesgo de contrapartes en todas las transacciones de finanzas estructuradas (FE) nuevas y existentes, así como en los programas de bonos cubiertos (CVB; *covered bonds*), tanto para las calificaciones en escala internacional como en la escala nacional, a nivel global. Cualquier referencia a FE incluye las calificaciones de CVB, a menos que se indique lo contrario. Algunos conceptos generales de este informe pueden aplicar fuera de FE y CVB; se mencionarán en la metodología pertinente del equipo analítico.

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

### Factores Clave de Calificación

**Marco de Calificación:** El enfoque de la agencia para evaluar el riesgo de contrapartes se divide en tres pasos que determinan, en última instancia, el grado en que la calificación de los bonos de FE podría desvincularse de la de la contraparte relacionada [ver sección “Niveles de Riesgo de Contrapartes”]. Los tres pasos son:

1. Determinar la fuente de la exposición al riesgo de contraparte, como riesgo de crédito u operacional.
2. Categorizar cada riesgo, considerando los mitigantes legales y estructurales, en uno de cuatro niveles de riesgo: excesivo, primario, secundario o inmaterial.
3. Evaluar cualquier calificación disponible de la contraparte y las acciones correctivas documentadas tras la pérdida de esa calificación, para determinar la calificación máxima alcanzable en los bonos de FE.

**Riesgos Clave de Contraparte:** Las provisiones de este reporte de metodología aplican a cualquier exposición de contraparte en una transacción de FE. Las exposiciones de FE típicas y los riesgos que se analizan en este informe incluyen:

Exposición	Riesgo	Fuente de Riesgo
Proveedor de Cuentas Bancarias a Nombre del Emisor	Pérdida de Montos Depositados	Operacional y Crediticio
Inversiones permitidas	Pérdida en los Montos Invertidos	Crediticio
Administrador / Cuenta de Cobranza	Riesgo de Interrupción de Pago	Operacional y Crediticio
–	Riesgo de Mezcla de Fondos	Crediticio
Administrador	Riesgo de Interrupción de la Administración	Operacional
Proveedores de Instrumentos de Liquidez/ Proveedor de Avances de Cobranza	Falla en Proveer Apoyo de Liquidez	Crediticio
Proveedor de Derivados	Falla en Cobertura de Riesgo de Tasas de Intereses o de Tipo de Cambio	Crediticio

**Metodología frente a los Documentos de Transacción:** Las partes de la transacción determinan las acciones correctivas, en caso de haberlas, para mitigar el riesgo de contraparte, las cuales se detallan en los documentos de la transacción. La agencia no es responsable de la estructuración de las transacciones y determina sus opiniones de calificación en función de las estructuras proporcionadas. Las diferencias entre la metodología y los documentos de la transacción se abordan en la sección “Cuando los Documentos Difieren de la Metodología de Fitch”. La agencia supone que todas las contrapartes cumplirán con sus obligaciones contractuales; cualquier incumplimiento se revisa en la sección “Cuando las Contrapartes no Están en Línea con los Documentos”.

Índice	
Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Marco de la Metodología	2
Niveles de Riesgo de Contrapartes	3
Contrapartes Elegibles	4
Cuál Calificación se Debe Aplicar	5
Aspectos Específicos de los Bonos Cubiertos	7
Proveedor de Cuentas Bancarias a Nombre del Emisor	8
Administrador	12
Proveedores de Instrumentos de Liquidez y Agentes de Anticipos	20
Proveedor de Derivados	21
Contrapartes y Riesgos Adicionales de FE	24
Cuando los Documentos Difieren de la Metodología de Fitch	26
Cuando las Contrapartes Incumplen con los Documentos	28
Aplicación de la Metodología para Calificaciones de Escalas Nacionales	29
Aplicación de la Metodología en el Monitoreo	30
Variaciones Metodológicas	30
Limitaciones	30
Actualización de Metodología	31
Fuentes de Datos	31
Apéndice 1: Reservas de Efectivo que Cubren el PIR	32
Apéndice 2: Determinación de la Pérdida por Mezcla de Efectivo	33

#### Metodologías Relacionadas y Apéndices

[Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria \(Noviembre 2021\)](#)

[Metodología de Calificación de Bonos Cubiertos \(Junio 2021\)](#)

[Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas Globales \(Marzo 2021\)](#)

## Marco de la Metodología

### Antecedentes de la Metodología

Uno de los principios centrales en FE, sin incluir los CVB, es lograr el aislamiento estructural de un emisor de FE (el fideicomiso o la sociedad de propósito específico) y sus activos de cualquier deterioro crediticio de las contrapartes de la transacción. El resultado esperado es que el desempeño de la transacción de FE refleje principalmente aquel del portafolio de activos subyacente y esté aislado de los riesgos específicos que afecten a cualquiera de las contrapartes.

La agencia no cree que sea posible eliminar por completo el riesgo de contraparte a través de la estructuración. Sin embargo, el riesgo se puede minimizar y este reporte de metodología describe los principios clave que la agencia utiliza para determinar el riesgo de contraparte en una transacción de FE y su efecto posterior en el nivel de calificación máximo que se puede asignar a los bonos de FE. Si no se logra un aislamiento suficiente de cualquier riesgo material de crédito u operacional, introducido por una contraparte, la calificación del bono de FE podría no exceder la de la contraparte que introduce dicho riesgo.

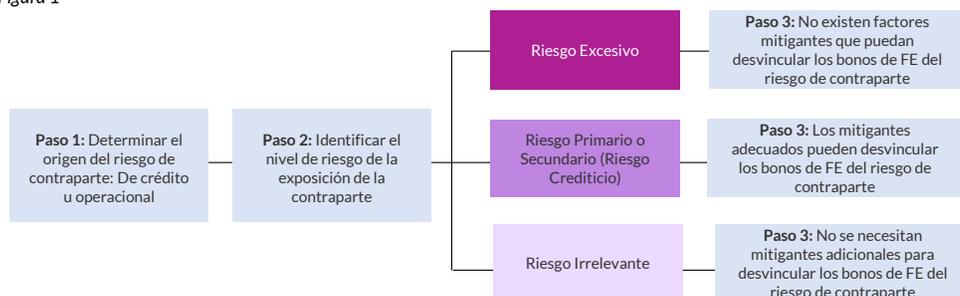
El análisis de la agencia también se basa en que todas las contrapartes de FE tengan el conocimiento operacional y la capacidad para realizar las funciones a las que se les obliga por contrato.

En virtud de esta metodología, el riesgo de contraparte hace referencia a cualquier riesgo resultante de una exposición de la contraparte que podría, en última instancia, afectar el desempeño de la transacción, tanto en forma de dependencia operativa (riesgo operacional) como de dependencia financiera existente o potencial (riesgo crediticio).

### Riesgos Clave de Contraparte en FE

El enfoque de tres pasos de la agencia para evaluar el riesgo de contraparte, ilustrado en Figura 1, determina, en última instancia, el grado en que las calificaciones de FE se pueden desvincular de la contraparte relacionada.

Figura 1



Fuente: Fitch Ratings

La agencia aplica este enfoque a todas las contrapartes que podrían tener un impacto considerable en el desempeño de la transacción de FE. Esto normalmente incluye riesgos de contraparte asociados con las funciones descritas en la Figura 2. Las exposiciones de contraparte sustancialmente equivalentes a aquellas en la Figura 2 se analizarán en consecuencia, sin importar las convenciones de nombre utilizadas en los documentos de la transacción.

Figura 2

### Contrapartes Clave en una Transacción de FE Típica

Categoría de Contraparte	Función
Proveedor de Cuentas Bancarias a Nombre del Emisor	Cualquier entidad que tenga fondos a nombre del emisor de FE.
Administrador	Cualquier entidad encargada, entre otras cosas, con el cobro periódico de pagos de un portafolio de activos, reteniendo dichos pagos en las cuentas del administrador hasta su transferencia al TAB y la administración de moras e incumplimientos del portafolio de activos.
Banco de Cuentas de Cobro	Cualquier entidad que tenga fondos cobrados en nombre del administrador hasta su transferencia al TAB.
Proveedores de Liquidez/Agentes de Anticipos	Cualquier entidad que proporcione apoyo de liquidez a la transacción de FE, a través de un instrumento externo o mediante el anticipo de cobros del portafolio de activos.
Proveedor de Derivados	Cualquier proveedor de derivados, incluidas coberturas de divisas o tasas de interés.

FE- Finanzas estructuradas. TAB – Proveedor de cuentas bancarias a nombre del emisor; *transaction account bank*.

Fuente: Fitch Ratings.

### Analistas

Pasquale Giordano, CFA  
+1 212 908-0797  
[pasquale.giordano@fitchratings.com](mailto:pasquale.giordano@fitchratings.com)

Raül Domingo  
+33 1 44 29 91 70  
[raul.domingo@fitchratings.com](mailto:raul.domingo@fitchratings.com)

Ian Rasmussen  
+1 212 908-0232  
[ian.rasmussen@fitchratings.com](mailto:ian.rasmussen@fitchratings.com)

Global  
Rui Pereira  
+1 212 908-0766  
[rui.pereira@fitchratings.com](mailto:rui.pereira@fitchratings.com)

U.S.  
Michael Paladino  
+1 212 908-9113  
[michael.paladino@fitchratings.com](mailto:michael.paladino@fitchratings.com)

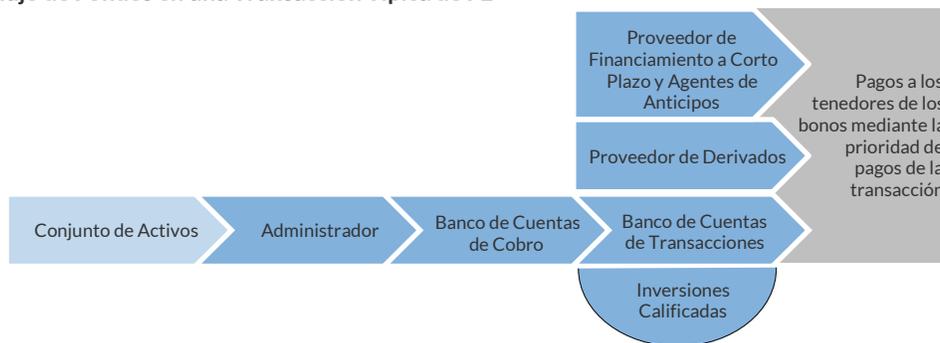
EMEA  
Susanne Matern, CFA  
+49 69 768076-237  
[susanne.matern@fitchratings.com](mailto:susanne.matern@fitchratings.com)

APAC  
Ben McCarthy  
+61 2 8256-0388  
[ben.mccarthy@fitchratings.com](mailto:ben.mccarthy@fitchratings.com)

Latin America  
Maria Paula Moreno  
+57 1 484-6775  
[maria.moreno@fitchratings.com](mailto:maria.moreno@fitchratings.com)

La Figura 3 ilustra un flujo típico de fondos en una transacción de FE. En primer lugar, el administrador cobra y retiene los pagos periódicos del portafolio de activos; en segundo lugar, en algunas estructuras, los fondos se pueden depositar a un banco de cuentas de cobro (CAB; *collection account bank*). En tercer lugar, los fondos se mueven a un TAB, en el que se pueden invertir en inversiones permitidas. Por último, los fondos disponibles se pagan a los tenedores de bonos a través de una cascada de pagos. Los ingresos de proveedores de liquidez y derivados pueden complementar los fondos cobrados del portafolio de activos.

Figura 3  
Flujo de Fondos en una Transacción Típica de FE



Fuente: Fitch Ratings.

## Niveles de Riesgo de Contrapartes

### Fuentes de Riesgo: De Crédito y Operacional

La agencia clasifica las exposiciones a las contrapartes de FE como de riesgo operacional, riesgo crediticio o una combinación de ambos, según la naturaleza del riesgo.

Los riesgos operacionales son resultado directo de la capacidad de la contraparte para realizar funciones operacionales específicas, y pueden ser vitales para garantizar los pagos oportunos a los tenedores de los bonos. Los riesgos operacionales incluyen la administración del portafolio de activos, la administración de la transacción y servicios auxiliares, la administración de activos, así como la aplicación de los fondos disponibles a través de la prioridad de pagos de la transacción de FE.

El riesgo crediticio se debe a que la transacción de FE incurre en una pérdida de flujos de efectivo a raíz de que una contraparte no puede cumplir con sus obligaciones financieras, o a que la contraparte pierde los fondos de la transacción en el momento del incumplimiento. Ejemplos de exposiciones crediticias incluyen derivados, proveedores de instrumentos de liquidez y cualquier entidad que tenga fondos de la transacción.

### Niveles de Riesgo: Excesivo, Primario, Secundario e Inmaterial

Los riesgos operacionales y de crédito son continuos y la agencia los clasifica en niveles de riesgo discretos después de revisar las disposiciones legales y estructurales de una transacción de FE correspondientes a la función de cada contraparte. Los riesgos crediticios se clasifican en cuatro niveles: excesivos, primarios, secundarios e inmateriales. Los riesgos operacionales se asocian con dos niveles: excesivos e inmateriales.

- **Riesgo Excesivo:** El desempeño de la contraparte se considera un factor de riesgo clave para las calificaciones de FE o se espera que su incumplimiento resulte en un evento de incumplimiento en los bonos de FE.
- **Riesgo Primario:** Un incumplimiento de la contraparte afectaría negativamente el desempeño de una transacción de FE, lo que aumentaría el riesgo de un evento de incumplimiento en los bonos de FE.
- **Riesgo Secundario:** Los factores mitigantes limitan los efectos negativos de una contraparte predeterminada en la transacción de FE; estos incluyen el portafolio de activos o características estructurales que limitan el horizonte o los efectos de la exposición al riesgo de los bonos de FE.
- **Riesgo Inmaterial:** Las exposiciones que por naturaleza son de corta duración o no agregan riesgo crediticio ni operacional, al menos en un grado que afecte la calificación del bono de FE.

Las exposiciones a riesgos excesivos se consideran materiales, de manera que las calificaciones de FE no se pueden desvincular de la calificación de la contraparte, incluso si hubieran acciones correctivas. En el caso de los riesgos inmateriales, la calificación de la contraparte no limitará las calificaciones de bonos de FE. Para los riesgos primarios y secundarios, la agencia espera que las contrapartes mantengan en todo momento ciertas calificaciones mínimas [ver sección "Contrapartes Elegibles"] o que otros mitigantes

## Contrapartes con Funciones Múltiples

Una contraparte también puede desempeñar más de una función de forma simultánea. Si los mitigantes del riesgo de contraparte, de acuerdo con esta metodología, están disponibles para cada función, la agencia no considera que estas estructuras presenten más riesgo que los casos en los que cada función la llevan a cabo entidades separadas.

## Esquema de la Sección

Fuentes de Riesgo: De Crédito u Operacional

Niveles de Riesgo: Excesivo, Primario, Secundario e Inmaterial

## Modificador de FE

Se considera que todas las calificaciones a las que se hace referencia en este informe de metodología tienen adjunto el modificador de FE, excepto aquellos tipos de transacciones que la agencia no considera que sean FE.

estructurales reduzcan el riesgo de contraparte, a fin de apoyar las calificaciones de FE que superen la calificación de la contraparte.

## Contrapartes Elegibles

### Definición de Contraparte Elegible

Una contraparte que cumple o supera las calificaciones de riesgo mínimas pertinentes, detalladas en la Tabla de Calificación de Riesgo Crediticio (CRRT; *Credit Risk Rating Table*) a continuación (o en la Figura , en caso de ser un proveedor de derivados), se denomina "contraparte elegible", en virtud de esta metodología.

Para los riesgos primarios y secundarios, la agencia puede desvincular las calificaciones de FE de la calificación de la contraparte, en función de la acción correctiva tomada, si la calificación de la contraparte cae por debajo de la calificación de riesgo mínima relevante, como se describe en la sección de "Acciones Correctivas en Caso de Perder el Estado de Contraparte Elegible".

Figura 4

### Tabla de Calificación de Riesgo Crediticio (CRRT)

Categoría de Bonos de FE con la Calificación Más Alta	Calificaciones de Riesgo Primario Mínimas	Calificaciones de Riesgo Secundario Mínimas
AAA	A o F1	BBB o F2
AA	A- o F1	BBB o F2
A	BBB o F2	BB-
BBB	BBB- o F3	BB-
BB	Calificación de nota	B-
B	Calificación de nota	B-

Nota: Las calificaciones en esta tabla hacen referencia a la calificación de la contraparte correspondiente (Calificación de Depósito, Calificación de Contraparte de Derivados o Calificación de Riesgo Emisor), según Figura 6, y se aplican diferentes calificaciones de riesgo mínimo a los proveedores de derivados. Consulte Figura en *Proveedor de Derivados*. FE = Finanzas estructuradas.  
Fuente: Fitch Ratings.

Por ejemplo, suponiendo que existan acciones correctivas documentadas en línea con la siguiente sección, la agencia considera que un TAB de "riesgo primario" con calificación BBB o F2 es capaz de soportar bonos de FE con una calificación de hasta A+, pero no de AA-, en tanto que una entidad con una calificación de A o F1 puede soportar bonos de FE con calificación de hasta AAA.

La agencia considera que el riesgo de "salto al incumplimiento" para las contrapartes elegibles es proporcional a la categoría de calificación de FE, correspondiente en la CRRT. "Salto al incumplimiento" se refiere a una contraparte que incumple directamente a partir de las calificaciones de riesgo mínimas descritas en la CRRT, antes de que se puedan ejecutar las acciones correctivas documentadas después de una baja en la calificación de una contraparte.

Para las transacciones de FE, sin incluir los CVB, la agencia podría seguir limitando las calificaciones de los bonos de FE a la calificación de la contraparte cuando los documentos de transacción no incluyen acciones correctivas adecuadas a tiempo tras la pérdida de las calificaciones mínimas pertinentes en la CRRT. Esto depende de la función y la materialidad de la contraparte para el análisis de calificación y la idoneidad de los mitigantes estructurales para abordar el riesgo.

### Acciones Correctivas en Caso de que la Contraparte deje de ser Elegible

La agencia observó las siguientes acciones correctivas en los documentos de transacciones después de la baja de la calificación de una contraparte por debajo de las calificaciones de riesgo mínimo en la CRRT:

- Reemplazo con una contraparte elegible distinta;
- Obtención de una garantía de una contraparte elegible.

La agencia también observó riesgos que resultaron de funciones específicas, que se abordarán en los documentos de transacciones a través de lo siguiente:

- Colateralización para derivados;
- Financiamiento previo de los montos de liquidez comprometidos por parte de los proveedores de instrumentos de liquidez.

La agencia solo considerará las acciones correctivas que se pueden ejecutar de manera confiable. Por ejemplo, el "reemplazo" no se considerará como una acción correctiva si ninguna otra entidad está dispuesta o puede asumir la función en el sector o jurisdicción pertinentes.

### Esquema de la Sección

Definición de Contraparte Elegible

Acciones Correctivas en Caso de Perder el Estado de Contraparte Elegible

Plazo para Aplicación de Acciones Correctivas tras la Pérdida de Estatus de Contraparte Elegible

Contrapartes de Calificación Alta

### CVB: CRRT

Para lograr el nivel de calificación de pago oportuno de los CVB, estos dependen de que las contrapartes desempeñen sus funciones de manera eficaz.

Cuando se evalúa la elegibilidad de la contraparte en el contexto de los CVB, la primera columna de la CRRT representa el nivel de calificación de pago oportuno de los CVB.

Además, en el caso de los programas de CVB, la agencia confía en la capacidad del emisor de CVB para administrar el riesgo de contraparte, incluso si las acciones correctivas documentadas no están disponibles. La calificación de una contraparte elegible no limitará la calificación de los CVB.

Se espera que los costos asociados con la acción correctiva, aunque generalmente no sean importantes en cuanto al monto, se paguen de manera tal que no generen ninguna pérdida para la transacción de FE, como el pago desde la entidad reemplazada. La agencia incorporará los costos materiales pagados con los flujos de caja de la transacción en el análisis de calificación.

### Plazo para Aplicación de Acciones Correctivas tras la Pérdida de Estatus de Contraparte Elegible

La agencia revisará el impacto en las calificaciones de FE de cualquier acción correctiva documentada tras la pérdida del estatus de contraparte elegible que ocurra fuera de los marcos de tiempo previstos en la tabla *Marcos de Tiempo para la Acción Correctiva*.

Figura 5

#### Marcos de Tiempo para la Acción Correctiva

60 días calendario	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reemplazo con una contraparte elegible distinta;</li> <li>Obtención de una garantía de una contraparte elegible;</li> <li>La inclusión de una reserva que cubra el riesgo de mezcla de fondos o el riesgo de compensación, cuando estos riesgos se consideran como secundarios.</li> </ul>
14 días calendario <sup>a</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Financiamiento previo para proveedores de instrumentos de liquidez;</li> <li>Inclusión de reservas que cubran el riesgo de interrupción de pagos o cualquier riesgo primario;</li> <li>Inclusión de colateral para derivados<sup>b</sup>.</li> </ul>

<sup>a</sup>60 días calendario para contrapartes con calificación alta con pérdida de "AA-" o "F1+", según la sección de *Contrapartes Altamente Calificadas* que se encuentra a continuación. <sup>b</sup>Los amortiguadores de ajuste de liquidez y volatilidad se pueden incluir en 60 días calendario si la contraparte mantiene las calificaciones de riesgo secundario mínimas pertinentes en *Figura 5*. Consulte *Proveedor de Derivados* para obtener detalles adicionales.  
Fuente: Fitch Ratings.

La agencia espera que la colateralización para derivados y el financiamiento previo para los proveedores de instrumentos de liquidez se completen dentro de los 14 días calendario a partir de la inelegibilidad, incluso cuando la contraparte no elegible será reemplazada o recibirá una garantía en un plazo de 60 días.

### Contrapartes de Calificación Alta

La agencia considera que las entidades con calificaciones aplicables de al menos AA- o F1+ presentan un menor riesgo de salto al incumplimiento que otras contrapartes. Por lo tanto, para estas contrapartes, la agencia considera que un plazo correctivo de 60 días calendario después de la baja de calificación a un nivel por debajo de AA- o F1+ es suficiente para abordar el deterioro de la solvencia de la contraparte. La agencia considera que un período de acción correctiva documentado de 60 días calendario es suficiente para todas las acciones correctivas, incluidas las esperadas en 14 días calendarios (*Figura 5*), dado que las acciones correctivas se implementan a un nivel de calificación más alto.

## Cuál Calificación se Debe Aplicar

### Calificaciones Aplicables

Cualquier mención de "calificación" o "calificaciones" en este informe se refiere a una calificación de la agencia, pública o privada. Las opiniones crediticias, evaluaciones de crédito o calificaciones de otras agencias calificadoras no se consideran suficientes para fines de la revisión de riesgo de contraparte si no se especifica lo contrario en este informe.

Las referencias a las calificaciones de contrapartes en este informe se refieren a la calificación aplicable en la *Figura 6*. Cuando no esté disponible una calificación de depósito (DR; *deposit rating*) o una calificación de contraparte de derivados (DCR; *derivative counterparty rating*), se aplicará la calificación internacional de riesgo emisor (IDR; *issuer-default rating*).

Figura 6

Riesgos de Contraparte Asociados con:	Calificación Aplicable (o IDR si no está disponible)
Banco de Cuentas de Transacciones	DR
Administrador	IDR
Banco de Cuentas de Cobro	DR
Proveedor de Instrumentos de Liquidez/Agentes de Anticipos	IDR
Proveedor de Derivados	DCR

DR – calificación de depósito; *deposit rating*. DCR – calificación de contraparte de derivados; *derivative counterparty rating*. IDR – calificación de riesgo emisor; *issuer-default rating*.

Fuente: Fitch Ratings.

### Esquema de la Sección

Calificaciones Aplicables

Observación de Calificación Negativa

Subsursales Bancarias

Subsidiarias sin Calificación

Bancos con Continuidad Operativa en FE

### Calificaciones de FE de Corto Plazo

A menos que se disponga lo contrario en la metodología del sector pertinente, cuando se asignan calificaciones de FE a corto plazo, la agencia considera que el riesgo de contraparte se mitiga cuando se toman medidas correctivas en una calificación de contraparte que cae por debajo de cualquiera de los siguientes: (i) la calificación a largo plazo más baja asociada con la calificación de FE a corto plazo asignada; o (ii) las calificaciones a corto plazo más bajas asociadas con la calificación a largo plazo en (i).

Por ejemplo, para los bonos de FE con calificación "F1+", una contraparte elegible se calificaría al menos como "F1" o "A".

En el caso de los documentos de transacción ejecutados antes de la primera asignación de las calificaciones de DR o DCR a la contraparte, la agencia asumirá que las referencias en los documentos de transacción a las calificaciones de contrapartes, incluyendo la IDR, se refieren a DR o DCR.

### Observación de Calificación Negativa

Si al momento del cierre de la transacción las calificaciones de contraparte se encuentran en observación negativa y sus calificaciones correspondientes están en los niveles mínimos pertinentes de la CRRT de la agencia (como A o F1 en Observación Negativa para bonos de FE calificados en AAA), la agencia revisará la preparación anticipada para la implementación de medidas correctivas documentadas al asignar nuevas calificaciones de FE. Sin embargo, la agencia solo espera preparación anticipada para los programas de CVB cuando se califica el CVB por primera vez. El detalle de dichos planes de acciones correctivas debe garantizar una aplicación rápida y eficaz de las acciones correctivas documentadas y puede incluir acuerdos de inclusión de colateral finalizados o partes de reemplazo contratadas.

### Sucursales Bancarias

Para una sucursal de un banco que es la contraparte real en la transacción de FE, la agencia incorpora la IDR del banco matriz en su revisión de riesgo de contraparte, a menos que el país de la sucursal tenga una calificación de techo país por debajo de la del banco. En este caso, la agencia considerará que la calificación del banco utilizada para la sucursal estará limitada por la calificación de techo país. La calificación de techo país no es aplicable a las contrapartes de derivados si el derivado se introduce bajo el acuerdo principal de ISDA (International Swaps and Derivatives Association), y en el programa se especifica que se aplica la sección 10 (a). Consulte la “[Metodología de Calificación de Bancos](#)” de Fitch para obtener más detalles sobre calificaciones de sucursal.

Las DCR y DR asignadas a un banco no se tienen en cuenta automáticamente para las sucursales que operen fuera del país de incorporación del banco calificado. La agencia analizará las DR y DCR para las sucursales en otros países, según cada caso.

### Subsidiarias sin Calificación

Para subsidiarias no calificadas de entidades que sí tienen calificación, la agencia realizará un análisis caso a caso para determinar si la calificación aplicable de la matriz se puede utilizar como una calificación de referencia para la subsidiaria.

Como parte de esta evaluación, se consulta a los analistas de las instituciones financieras calificadas por la agencia, de las instituciones financieras no bancarias o de las entidades corporativas, a menos que se cumplan las tres condiciones siguientes, en cuyo caso, el analista de FE podrá determinar si la IDR de la matriz se puede utilizar para la evaluación de contrapartes.

1. La subsidiaria es propiedad, al menos en 75%, de manera directa o indirecta (hasta el tercer nivel de la estructura corporativa), de la matriz calificada; y
2. La subsidiaria utiliza la misma marca que la matriz calificada; y
3. Un compromiso documentado por parte de la matriz calificada se encuentra disponible para apoyar a la subsidiaria sin calificación, como un acuerdo de participación en ganancias y pérdidas o un apoyo similar.

Para obtener más información, consulte la “[Metodología de Calificación de Bancos](#) y [Metodología de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias](#)” de Fitch.

Los detonantes de inclusión de colateral, reemplazos o garantías se basan en la calificación de la empresa matriz, si la agencia evalúa la solvencia de la contraparte mediante la calificación de la empresa matriz. Se necesitan detonantes adicionales que aborden un cambio potencial en la relación entre la matriz y la subsidiaria sin calificación. Ejemplos de detonantes incluyen una disminución del nivel de propiedad inferior a 75% y la discontinuación de cualquier compromiso de apoyo.

### Bancos con Continuidad Operacional en FE

Las referencias en este informe a los bancos con continuidad operacional en FE se refieren a bancos regulados que se encuentran físicamente en o están sujetos a las regulaciones bancarias de las siguientes jurisdicciones:

- Australia, Canadá, Japón, Nueva Zelanda, Singapur, Corea del Sur, Suiza y Estados Unidos.
- La Unión Europea, Noruega y el Reino Unido: siempre que el banco deba cumplir por resolución de las autoridades con el requisito mínimo de fondos propios y pasivos elegibles que se requieran de acuerdo con la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria, o que se encuentre dentro del grupo de resolución de un banco matriz que deba cumplir.
- China: cuando el piso de calificación de soporte del banco está en la categoría BB o superior, o cuando el regulador local designa al banco como de importancia sistémica.

- India o cualquier jurisdicción de Latinoamérica, siempre y cuando la categoría del piso de calificación de soporte del banco sea la máxima alcanzable para la jurisdicción.

En ausencia de cualquier indicación de problemas a corto plazo del banco, la agencia cree que estos bancos presentan un menor riesgo de interrupción en sus operaciones que apoyan las transacciones de FE, lo que mitiga parcialmente ciertos riesgos de contraparte, como se señala en esta metodología.

Jurisdicciones adicionales o bancos que estén teniendo problemas u otras circunstancias únicas serán evaluados caso a caso.

## Aspectos Específicos de los Bonos Cubiertos

### Soporte del Emisor a los CVB

La agencia se basa en el hecho de que los programas de CVB son dinámicos y que los emisores proporcionan soporte manteniendo o aumentando el nivel de mejora crediticia y administrando directamente las exposiciones de contraparte para proteger a los inversionistas.

La evaluación del riesgo de contraparte de la agencia también se basa en la voluntad de los emisores de proteger a los inversionistas si se diera un deterioro de la solvencia de las contrapartes. En ausencia de disposiciones de contraparte documentadas o de protección bajo la ley pertinente, la agencia se basa en la calificación de la contraparte al evaluar pagos puntuales a tenedores de bonos de CVB. Una vez que la contraparte deje de ser elegible y no se reemplace, la agencia cuantificará el riesgo y probará la capacidad del programa de CVB para mantener los pagos oportunos.

Los tenedores de bonos de CVB tienen recurso completo contra la institución financiera emisora. Cuando el emisor es solvente, pagará el CVB cuando corresponda, independientemente del desempeño de las contrapartes. El punto de referencia de resolución, como se detalla en la "[Metodología de Calificación de Bonos Cubiertos](#)", refleja el trato favorable de los CVB en comparación con el de la deuda sénior en una situación de resolución y determina el nivel de calificación en el que el emisor puede cumplir con sus compromisos de CVB.

El punto de referencia de la resolución se determina agregando el número de escalones (*notches*) de mejora de resolución concedidos al programa a la IDR de la institución emisora. La agencia considera que el riesgo de contraparte se mitiga suficientemente en una situación de estrés correspondiente a este punto de referencia de resolución. Cuando la calificación del CVB se limita debido al riesgo de contraparte, se limitará al valor más alto del punto de referencia de resolución o de la calificación de la contraparte.

### Pago Oportuno de los CVB

Para cumplir con los pagos oportunos de los CVB, una vez que se haya ejecutado el recurso contra el portafolio de activos en garantía, mecanismos de protección de liquidez satisfactorios deben existir, junto con una cobertura eficaz de riesgos de tasas de interés y de divisas, así como suficientes flujos de caja provenientes del portafolio de activos en garantía.

Los mecanismos de liquidez para los pagos de capital e intereses se evalúan en el análisis del alza por continuidad de pago (PCU; *payment continuity uplift*), tal como se detalla en la "[Metodología de Calificación de Bonos Cubiertos](#)". Cuando los mecanismos de liquidez o las coberturas de tasa de interés y de divisas dependen del desempeño de una contraparte, la agencia evaluará la elegibilidad de la contraparte, en relación con el nivel de calificación de pago oportuno del CVB, sujeto a los niveles de calificación mínimos descritos en la CRRT de Fitch.

### Análisis de Recuperación Dado el Incumplimiento para CVB

Las calificaciones de CVB de Fitch incorporan crédito para las recuperaciones desde el portafolio de activos en garantía, en caso de un incumplimiento del CVB, lo que refleja las expectativas de recuperaciones por encima del promedio que se originan desde el portafolio de activos en garantía. Este paso del análisis normalmente no es sensible al riesgo de contraparte, dado que los pagos oportunos ya no son esenciales.

La agencia considera que el riesgo de contraparte se mitiga lo suficiente para los programas de CVB cuando no se prueba el pago oportuno y la calificación del CVB se determina agregando el alza por recuperación al punto de referencia de resolución.

### Beneficios de Contrapartes Externas

Los CVB son obligaciones con recurso total del emisor. Por lo tanto, los inversionistas de CVB solo estarían expuestos a pérdidas desde una contraparte en incumplimiento si el emisor también entrara en incumplimiento. Como consecuencia, las contrapartes externas no relacionadas con el emisor ofrecen mayor previsión frente a las contrapartes internas. La agencia define una contraparte interna como la misma entidad que el emisor, o bien, como una que está estrechamente relacionada, como una subsidiaria de propiedad total.

## Esquema de la Sección

[Soporte del Emisor a los CVB](#)

[Pago Oportuno de los CVB](#)

[Análisis de Recuperación Dado el Incumplimiento para CVB](#)

[Beneficios de Contrapartes Externas](#)

La agencia evaluará tanto al emisor del CVB como la solvencia de la contraparte en relación con el nivel de calificación de pago oportuno de CVB, a fin de aplicar directrices menos estrictas a las contrapartes externas. Por ejemplo, una contraparte de derivados externa incluirá un monto de colateral menor en comparación con una contraparte interna, o la exposición a un banco de cuenta de transacción externo no se considerará excesiva si el emisor tiene una calificación de al menos BBB+ o F2.

## Proveedor de Cuentas Bancarias a Nombre del Emisor

### Función

El término “proveedor de cuentas bancarias a nombre del emisor” (TAB; *transaction account bank*) incluye a todas las entidades que tienen fondos a nombre del emisor de FE, lo que incluye las cuentas de distribución, de colateral y de reserva, denominadas colectivamente como “cuentas de transacción” en este informe. En algunas jurisdicciones, incluyendo FE de EE. UU. y Latinoamérica, esta función suele llevarse a cabo por los fideicomisarios del contrato, además de sus otras capacidades operacionales.

El riesgo de contraparte clave es que los fondos de la transacción que se mantienen en el TAB se pueden perder si hay un incumplimiento del TAB, lo que da como resultado tanto una pérdida crediticia de flujos de caja como desafíos operacionales para cumplir con los pagos oportunos que requieren los bonos de FE para la próxima fecha de pago.

Los fondos que se mantienen en el TAB suelen invertirse hasta su pago periódico a los tenedores de los bonos. La agencia revisa las directrices de inversión, según lo establecido en la subsección de “Inversiones Permitidas”, dado que estas inversiones pueden introducir riesgo de crédito adicional o riesgo de mercado.

### Clasificación de los Riesgos

La evaluación del nivel de riesgo de la agencia con respecto al TAB se resume en la Figura 7.

Figura 7

#### Clasificación de Riesgo: TAB

Nivel de Riesgo	Ejemplos	Acciones Correctivas
Excesivo	El TAB retiene los fondos durante más de 12 meses y se aplican las siguientes condiciones: CE mantenida en el TAB >50% de la CE total, y la pérdida de la CE que mantiene el TAB daría como resultado una baja de calificación de 10 o más notches.	Ninguna acción correctiva puede mitigar la exposición. Las calificaciones de FE están limitadas ya sea a la calificación aplicable del TAB, o a la calificación de la inversión calificada prevaleciente, si los fondos no se conservan en efectivo.
Primario	Todas las exposiciones que no se consideran inmateriales o excesivas.	Contraparte elegible con calificaciones de riesgo primarias en la CRRT de Fitch, incluidas las acciones correctivas.
Secundario	No aplica.	No aplica.
Inmaterial	Las disposiciones legales específicas aíslan los fondos de la transacción de la insolvencia del TAB.	No se esperan acciones correctivas documentadas adicionales.

FE - Finanzas estructuradas. CE - mejora crediticia.  
Fuente: Fitch Ratings.

#### Esquema de la Sección

- Función
- Clasificación de los riesgos
- Inversiones permitidas

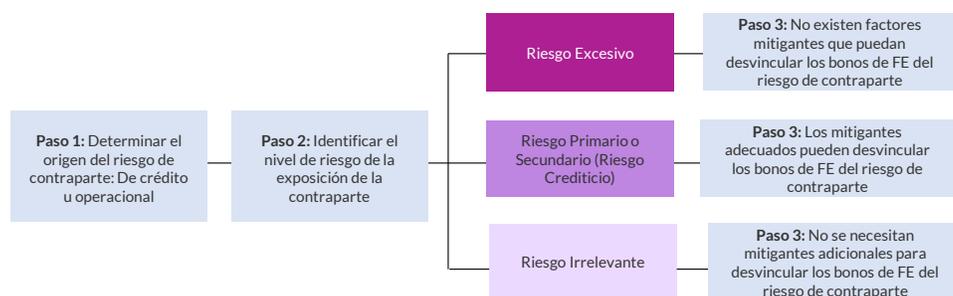
### Riesgo Crediticio Inmaterial: TAB

La agencia considera que la exposición al TAB es inmaterial cuando no se espera que su incumplimiento genere una pérdida de flujo de efectivo o un retraso en la disponibilidad de los montos depositados con esta entidad. Las estructuras que abordan la exposición al TAB se detallan a continuación.

- **Disposiciones Legales que Aíslan los Fondos de la Transacción:** La agencia revisa los documentos de la transacción para determinar si los fondos de la transacción (efectivo, valores o ambos) están protegidos de la insolvencia del TAB. Los mecanismos adicionales, como una facilidad de liquidez o una cuenta de reserva de una contraparte elegible diferente suelen abordar el riesgo, cuando está presente, de cualquier posible retraso en la disponibilidad de los fondos protegidos.
- **Cuentas Fiduciarias de EE. UU.:** Las siguientes cuentas representan un caso especial de disposiciones legales que aíslan los fondos de la transacción y pueden tomar dos formas:
  1. Cuentas fiduciarias establecidas en E.E. U.U. de acuerdo con el Título 12 del C.F.R. § 9.10 (b), o regulaciones sustantivamente similares, con el proveedor de la cuenta actuando en calidad de fiduciario. En estos casos, la agencia considera que la exposición al TAB es inmaterial, ya que tanto los valores como el efectivo están protegidos en caso de insolvencia del TAB;

- Otras formas de cuentas fiduciarias estadounidenses en las que solo se protegen los fondos invertidos en valores y no retenidos como fondos en efectivo. La agencia considera que la exposición de la contraparte es inmaterial si los documentos de la transacción requieren inversiones en valores coherentes con las inversiones permitidas de la agencia y excluyen la mantención de efectivo (Figura 8). Si se permite la mantención de efectivo, la agencia considera la exposición del TAB como riesgo primario.

Figura 8  
Cuentas Fiduciarias de EE. UU.



Fuente: Fitch Ratings

### Riesgo Crediticio Primario y Secundario: TAB

Cuando la exposición del TAB no se considera un riesgo inmaterial según la sección anterior, la agencia la considera como un riesgo primario. Para mitigar este riesgo de contraparte, la agencia espera que el TAB mantenga calificaciones de riesgo primarias mínimas en todo momento, incluyendo acciones correctivas a perder dichas calificaciones, de acuerdo con la CRRT de Fitch.

Cuando el TAB actúa como agente pagador y mantiene los fondos por hasta dos días hábiles inmediatamente antes de la fecha de pago, la exposición se analiza como se explica en la subsección “Agentes de Pago”.

### Acciones Correctivas en Caso de Perder el Estatus de Contraparte Elegible

La colateralización no se considera como una acción correctiva práctica para las exposiciones de TAB, dada su función operacional para asegurar los pagos periódicos oportunos en los bonos de FE. La agencia considera que el reemplazo con una institución elegible o la obtención de una garantía de una institución de este tipo pueden ser acciones correctivas viables en estos casos (Figura 9). La agencia revisará el efecto de retrasos en las acciones correctivas en las calificaciones de FE más allá de los marcos de tiempo establecidos a continuación.

Figura 9

### TAB – Acciones Correctivas en Caso de Inelegibilidad

Acción Correctiva	Marco de Tiempo para Acción Correctiva
Reemplazo con una contraparte elegible distinta	60 días calendarios
Obtención de una garantía de una contraparte elegible	60 días calendarios

Fuente: Fitch Ratings.

### Riesgo Crediticio Excesivo: TAB

Las calificaciones de FE no se pueden desvincular de la calificación del TAB, cuando el TAB representa un factor de riesgo clave de la transacción de FE, o su incumplimiento afectaría de manera desproporcionada la capacidad de la transacción de FE para reembolsar a los tenedores de bonos.

A juicio de la agencia, esto ocurre cuando se aplican los siguientes dos pasos secuenciales:

- La mejora crediticia (CE; *credit enhancement*) en el TAB representa más de la mitad de la CE disponible para los bonos de FE en el momento del análisis. Para los CVB, esto hace referencia a la sobrecolateralización (OC; *overcollateralization*) en el análisis de la agencia;
- Si lo anterior aplica, suponiendo una pérdida de la CE que se mantiene en el TAB, da como resultado una baja en la calificación implícita del modelo de 10 o más *notches* en los bonos de FE. Para los CVB, una baja en el nivel de calificación de pago puntual sin tomar en cuenta el recurso contra el emisor de CVB.

La CE que se mantiene en el TAB se describe en la Figura . La CE disponible en bonos de FE incluye el OC y la subordinación, así como la CE que se mantiene en el TAB, pero excluye los pagos de derivados y el exceso de margen financiero proyectado.

Figura 10

**Mejora Crediticia en el TAB**

Mejora Crediticia que se Mantiene en el TAB	Excluido de la Evaluación de Riesgo Excesivo
Cualquier retención de efectivo o inversiones que mantenga el TAB durante más de 12 meses, incluidas las reservas de efectivo que cubren las pérdidas crediticias.	Cobros periódicos del portafolio de activos, así como reservas de efectivo dedicadas a proporcionar apoyo de liquidez o abordar riesgos específicos, como los de la mezcla de fondos o compensación.
—	Los fondos retenidos durante períodos revolventes o de aumento, a menos que un comité de crédito de la agencia concluya que no existen suficientes detonantes contractuales para evitar la acumulación de efectivo.

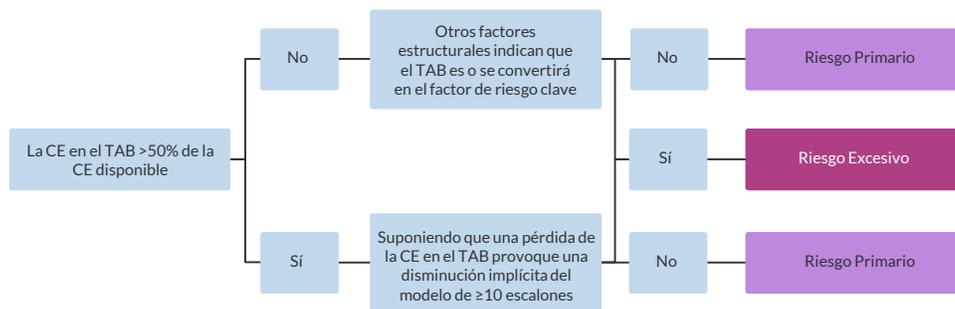
Fuente: Fitch Ratings.

Los comités de crédito de la agencia también revisarán cualquier característica estructural o circunstancia de la transacción que indique un riesgo excesivo hacia el TAB, incluso cuando no se apliquen las dos condiciones de la CE anteriores. Ejemplos pueden incluir, entre otros, los siguientes casos: una reserva de efectivo que se mantiene en el TAB es la única CE disponible para la transacción de FE; o la estructura de la transacción prevé una reserva de efectivo con un piso absoluto que se espera que aumente la exposición al TAB más adelante en la vida de la transacción de FE.

La Figura resume el enfoque de la agencia en cuanto al riesgo excesivo de los TAB.

Figura 11

**Cuando el Banco de Cuenta de Transacción Representa un Riesgo Excesivo**



CE: mejora crediticia  
Fuente: Fitch Ratings

**Inversiones Permitidas**

Algunas estructuras permiten que los fondos retenidos en cuentas de la transacción se inviertan en inversiones permitidas, también conocidas como inversiones permitidas, autorizadas o elegibles. Estas inversiones se utilizan como repositorio de corto plazo de efectivo, por lo general, hasta la siguiente fecha de pago.

Los documentos de las transacciones suelen especificar un conjunto simple de reglas sobre las formas de inversión aplicables y cómo se deben administrar. Cuando es posible invertir, la agencia analiza si dichas reglas restringen las inversiones potenciales sus vencimientos para abordar su riesgo de mercado y crediticio.

**Riesgo de Valor de Mercado**

Para evitar la liquidación de inversiones con descuento, lo que da como resultado una pérdida de valor de mercado para la transacción de FE, las inversiones permitidas suelen:

- Mantenerse hasta el vencimiento;
- Esperarse que devuelvan el capital invertido en su totalidad;
- Tener un vencimiento antes de la próxima fecha de pago de los bonos de FE.

Las siguientes excepciones pueden aplicarse a los elementos anteriores:

**Riesgo Crediticio Excesivo de CVB: TAB**

Por lo general, la agencia no considerará ninguna exposición excesiva si:

- 1) Hay una contraparte externa elegible que actúa como TAB y el emisor de CVB tiene una calificación de al menos "BBB+" o "F2". Esto se basa en los beneficios del recurso doble al TAB y al emisor de CVB.
- 2) Cuando el marco legal de CVB define el monto máximo de efectivo y activos líquidos que se pueden conservar en el programa.

Si la exposición al TAB se considera excesiva, la calificación del CVB se limitará a la más alta entre el punto de referencia de resolución o la calificación de la contraparte.

**Bienes Gravados**

Para las estructuras de titularización sintética con activos gravados, se encuentran disponibles más detalles sobre cómo analiza la agencia la exposición al TAB, en la subsección "Activos Gravados".

- Las inversiones permitidas se pueden vender antes de la fecha de vencimiento para comprar nuevos activos para el portfolio de activos en transacciones administradas activamente de obligaciones de préstamos colateralizados, siempre que existan características estructurales para conservar el monto total del capital del portafolio de activos, incluidas las inversiones permitidas;
- Cuando sea posible la liquidación anticipada de la inversión, se espera que un acuerdo de recompra de una contraparte elegible o una garantía de terceros (con calificaciones de riesgo primario, incluidas las acciones correctivas pertinentes) cubra cualquier pérdida de mercado.

Cuando los rendimientos negativos evitan la protección a la par, la agencia tendrá en cuenta las pérdidas potenciales que resulten de los pagos de intereses en inversiones mediante la aplicación de la metodología “Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria”, la cual prevé tasas negativas a corto y mediano plazo para ciertas jurisdicciones y en algunos escenarios de calificación.

### Riesgo de Crédito

Las inversiones permitidas exponen la transacción de FE a la solvencia o liquidez del valor subyacente, del deudor o del proveedor del depósito. Para minimizar este riesgo, la agencia espera que cada categoría amplia de inversiones tenga calificaciones mínimas de acuerdo con las incluidas en la Figura .

Figura 12

### Definición de Inversiones permitidas de Fitch

Categoría de Inversión	Calificación Mínima de Fitch	Otros NRSRO (si no hay calificación de Fitch) <sup>a</sup>	Notas
Depósitos <sup>b</sup>	Contraparte elegible (calificaciones de riesgo primarias en la CRRT de Fitch, incluidos las acciones correctivas)	No aplicable	—
Valores (con un vencimiento de hasta 30 días)	Calificaciones de riesgo primarias en la CRRT de Fitch	AA- o F1+	—
Valores (De 31 días a 365 días)	AA- o F1+	No aplicable	—
Fondos de Mercado Monetario	AAAmf	AAAmf	Calificación de NRSRO con preservación del capital y liquidez oportuna. Actualmente, solo Fitch y Moody's logran este doble objetivo.
Obligaciones del Gobierno de Estados Unidos <sup>c</sup>	No se aplica una calificación mínima	No se aplica una calificación mínima	Solo para transacciones de FE con activos de EE. UU. Y bonos de FE emitidos en EE. UU.
Obligaciones del Gobierno de Canadá <sup>c</sup>	No se aplica una calificación mínima	No se aplica una calificación mínima	Solo para transacciones de FE con activos canadienses y bonos de FE emitidos en Canadá.

<sup>a</sup>NRSRO se refiere a otras agencias calificadoras reconocidas internacionalmente y aprobadas por la autoridad reguladora. Las calificaciones de otras NRSRO solo son aplicables si no existe una calificación de Fitch. Las calificaciones se refieren a la calificación equivalente de Fitch asignada por la NRSRO. <sup>b</sup>Incluye depósitos a plazo, depósitos a la vista, acuerdos de recompra y contratos de inversión garantizados. <sup>c</sup>Cualquier obligación del Gobierno garantizada, respaldada o emitida por el Gobierno pertinente sin límites de calificación especificados. Las obligaciones de estados o entidades públicas se excluyen si no están respaldadas o garantizadas por completo por el soberano.

Nota: La definición de inversiones permitidas de Fitch se detalla más a fondo para las calificaciones en escala nacional en [Aplicación de la Metodología para Calificaciones en Escala Nacional](#). CRRT: Tabla de Calificación de Riesgo Crediticio. FE: finanzas estructuradas.

Fuente: Fitch Ratings.

## Administrador

### Función

La función del administrador en las transacciones de FE puede incluir lo siguiente: cobro periódico de los pagos de interés y capital del portafolio de activos; administración de la mora y el incumplimiento del portafolio de activos; anticipo de los cobros del portafolio de activos esperados para el siguiente período a la transacción de FE; y retención de los fondos cobrados en las cuentas del administrador hasta su transferencia al TAB. A juicio de la agencia, las tareas anteriores pueden generar los siguientes riesgos de contraparte (Figura):

Figura 13

### Riesgos de Contraparte Relacionados con los Administradores

Riesgo de Administrador	Descripción
Riesgo de Interrupción de Pago	En caso de incumplimiento del administrador o el CAB, la transacción de FE se expone a una interrupción a corto plazo en el proceso de cobros, pero no una pérdida de fondos. Esto afecta la capacidad del emisor de FE para cumplir con los próximos pagos requeridos en los bonos de FE.
Riesgo de Mezcla de Fondos	En caso de incumplimiento del administrador o el CAB, los fondos depositados en, o retenidos a nombre de estas entidades no se pueden recuperar, lo que da como resultado una pérdida de los flujos de caja de la transacción.
Riesgo de Interrupción de la Administración	El riesgo para la transacción de FE de que se deteriore la calidad de la administración con el tiempo o que ningún administrador de reemplazo acepte el trabajo después de la terminación del administrador.
Incumplimiento en Anticipos	En caso de incumplimiento del administrador, la capacidad de proporcionar liquidez a la transacción de FE se ve afectada. Consulte <i>Proveedores de Instrumentos de Liquidez y Agentes de Anticipos</i> .

FE: finanzas estructuradas. CAB: Banco de Cuentas de Cobro.  
Fuente: Fitch Ratings.

### Entidades que Presentan Riesgos: Riesgo de Interrupción de Pago y Riesgo de Mezcla de Fondos

En una transacción de FE típica, el flujo de fondos a nivel del administrador, es decir, antes de que los cobros se transfieran al TAB, sigue uno de los tres ejemplos de la Figura:

1. El administrador mantiene los cobros de activos, directamente si el administrador es un banco, o a través de un banco de terceros externo a la transacción de FE. En este último caso, el administrador sigue estando obligado a transferir los fondos al TAB.
2. Los cobros se acreditan directamente a las cuentas del administrador con un CAB designado en la transacción de FE. El administrador puede o no seguir estando obligado a transferir fondos al TAB.
3. El administrador tiene los fondos cobrados durante un cierto período, según el caso (1) anterior, antes de acreditar los cobros del portafolio de activos al CAB.

### Esquema de la Sección

Función

Entidades que Presentan Riesgos: Riesgo de Interrupción de Pago y Riesgo de Mezcla de Fondos

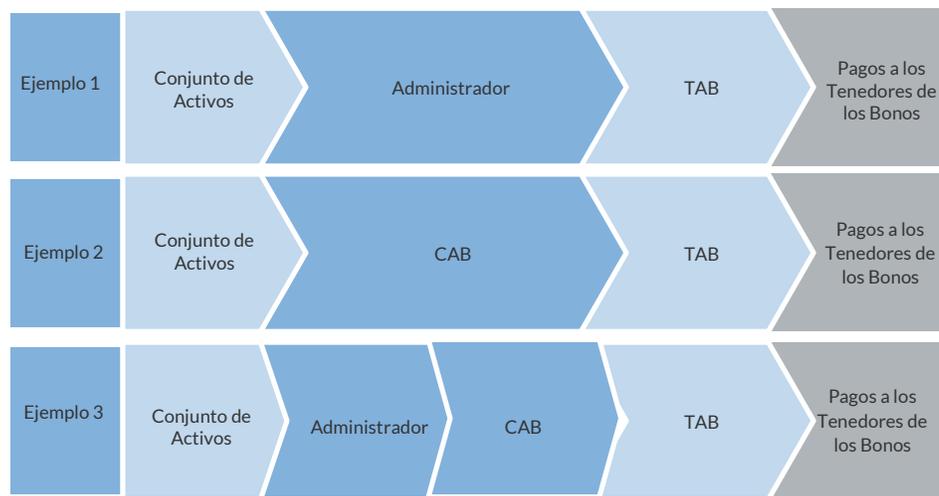
Riesgo de Interrupción de Pago

Riesgo de Mezcla de Fondos

Riesgo de Interrupción de la Administración

Figura 14

Flujo de Fondos a Nivel del Administrador



CAB ? Banco decuentas de cobro. TAB ?Proveedor de cuentas bancarias a nombre del emisor .  
Fuente: Fitch Ratings

Para estructuras en línea con la Figura , la agencia revisa el riesgo de interrupción de pagos y de mezcla de fondos en relación con el administrador y/o el CAB, las entidades de riesgo, según la Figura . En caso de que el flujo de fondos difiera de los ejemplos de la Figura 14, la agencia determinará si el incumplimiento de cualquier otra entidad podría agregar riesgos de contraparte similares a la transacción de FE.

Figura 15

No.	Flujo de Fondos a Nivel del Administrador	Entidad de Riesgo de Mezcla de Fondos	Entidad de Riesgo de PIR
1	El administrador retiene los fondos cobrados.	Administrador	Administrador
2 y 3	Las cuentas del administrador se mantienen con el administrador y/o en el CAB. El administrador sigue estando obligado a transferir los fondos al TAB.	Administrador	Administrador
2 y 3	Las cuentas del administrador se mantienen con el administrador y/o en el CAB. El administrador no permanece obligado a hacer que se transfieran fondos al TAB.	Ambos	Ambos
2	Las cuentas del administrador se mantienen con un CAB. El régimen legal pertinente protege los fondos que se mantienen en el CAB, de la insolvencia del administrador.	CAB	Ambos

PIR: Riesgo de Interrupción del Pago. CAB: Banco de Cuentas de Cobro.  
Fuente: Fitch Ratings.

Riesgo de Interrupción de Pago

Definición

El riesgo de interrupción de pago (PIR; *payment interruption risk*) es el riesgo de que una transacción de FE no pueda realizar los próximos pagos a los tenedores de bonos debido a una interrupción del proceso de cobros.

Una interrupción podría surgir por un incumplimiento del administrador o, en algunos casos, del CAB [consultar Figura ], lo que daría como resultado un retraso en el acceso a los fondos en las cuentas del administrador en el momento del incumplimiento, así como la incapacidad del administrador en incumplimiento de cobrar y reenviar al TAB cualquier cobro adicional del portafolio de activos.

El riesgo de interrupción de la administración se centra en la disponibilidad a largo plazo de una administración satisfactoria y de la disponibilidad de administradores de reemplazo. El PIR considera los efectos inmediatos en las calificaciones de FE de un incumplimiento del administrador o del CAB en su obligación de poner los fondos a disposición para los pagos de los bonos de FE. Por lo tanto, la agencia cree que el PIR podría ocurrir a pesar de la mitigación del riesgo de interrupción de la administración, y viceversa.

El PIR no aborda las interrupciones en los cobros no relacionadas con un incumplimiento del administrador o del CAB, como eventos idiosincráticos relacionados con períodos de diferimiento de pago de préstamos o por desastres naturales. Estos se abordan en la “Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas” de Fitch o en cada metodología específica del sector.

PIR: Finanzas Estructuradas de EE. UU.

La agencia considera el PIR como un riesgo inmaterial para las transacciones de FE de EE. UU., ya que se espera que el marco de insolvencia de EE. UU. minimice el impacto en el proceso de cobro del incumplimiento de un administrador o del CAB.

Como resultado, la agencia espera que no haya mitigantes para abordar el PIR en transacciones de FE en EE. UU.

CVB: PIR

Los mecanismos de liquidez de los pagos de capital e intereses se evalúan en el análisis del Alza por Continuidad de Pagos de Fitch, tal como se detalla en “Metodología de Calificación de Bonos Cubiertos”. Cuando los mecanismos de liquidez dependen del desempeño de una contraparte, la agencia espera una contraparte elegible con calificaciones de riesgo primario mínimas.

El PIR, como se describe en esta sección, no se aplica a los CVB.

### Clasificación del Riesgo

La Figura resume la clasificación del riesgo de la agencia para el PIR.

Figura 16

### Clasificación del Riesgo: Riesgo de Interrupción de Pago (PIR)

Nivel de Riesgo	Ejemplos	Acciones Correctivas
Excesivo	El PIR no es inmaterial, y los mitigantes que están en línea con la Figura no están establecidos.	Las calificaciones de FE están limitadas a la calificación aplicable de la entidad de riesgo con la calificación más baja.
Primario	Todas las exposiciones que no se consideran inmateriales o excesivas.	La agencia espera que los mitigantes estén en línea con la Figura.
Secundario	No aplica.	No aplica.
Inmaterial	Se aplica al menos una de las siguientes condiciones: <ul style="list-style-type: none"> <li>El marco de insolvencia relevante minimiza el PIR;</li> <li>El régimen legal pertinente aísla los fondos de las transacciones, de la insolvencia de una entidad de riesgo;</li> <li>El TAB retiene los fondos en efectivo en la medida en que las calificaciones de FE estén limitadas a la calificación del TAB;</li> <li>En el caso de las calificaciones de FE de hasta "A+", el aplazamiento de los pagos de bonos de FE no se considera un evento de incumplimiento.</li> </ul>	No se esperan acciones correctivas documentadas adicionales.

Fuente: Fitch Ratings.

### Riesgo Crediticio Inmaterial: PIR

Para cada entidad de riesgo, la agencia considera un PIR como un riesgo inmaterial cuando no se espera ninguna interrupción en el proceso de cobro, debido al incumplimiento del administrador o el CAB. Las estructuras que se incluyen a continuación abordan completamente el PIR.

- El Marco de Insolvencia Minimiza el PIR:** La agencia considera que el PIR es inmaterial cuando se espera que el marco de insolvencia aplicable minimice el impacto en el proceso de cobro de las entidades de riesgo en incumplimiento. La agencia considera que EE. UU. cumple con esta metodología y, por lo tanto, no espera mitigantes adicionales para abordar el PIR en las transacciones de FE de ese país.
- El Régimen Legal Protege las Cuentas del Administrador:** Cuando el régimen legal en la jurisdicción pertinente y las disposiciones en los documentos de la transacción son coherentes con ese régimen, lo cual protege los cobros que mantiene el CAB del incumplimiento del administrador, la agencia considerará el PIR del administrador como inmaterial si, tras el incumplimiento del administrador: i) el emisor de FE puede acceder a los fondos protegidos sin ningún retraso; ii) y los pagos de los deudores siguen siendo abonados a la cuenta protegida. La agencia aún espera que se apliquen al CAB los mitigantes en línea con la Figura. En caso de que el elemento (ii) no aplique, Fitch considera el PIR del administrador como inmaterial, únicamente para calificaciones de FE hasta la categoría A.
- El Diferimiento de Pagos en Bonos de FE No Es un Evento de Incumplimiento:** La agencia no evalúa el PIR para escenarios de calificación de hasta A+, cuando los pagos en los bonos de FE pueden diferirse sin causar un evento de incumplimiento, incluidos los bonos subordinados de FE, cuando se convierten en los bonos más sénior en la estructura.
- Fondos de Efectivo Excesivos Retenidos con el TAB:** Cuando las retenciones de efectivo con el TAB se consideran significativas, en la medida en que las calificaciones de FE se limiten a la calificación aplicable del TAB, la agencia supone que esta liquidez también podría abordar el PIR hasta el nivel de calificación del TAB. [Consultar apartado de "Riesgo Crediticio Excesivo: TAB"].

### Riesgo Crediticio Primario y Secundario: PIR

La categorización del riesgo primario de PIR se puede mitigar, tal como se establece en la Figura para cada entidad de riesgo en la Figura. En estos casos, las calificaciones de FE máximas alcanzables serán las mayores de las máximas calificaciones alcanzables bajo la Figura, o la calificación de la entidad de riesgo de PIR con la calificación más baja.

### Diferimiento de Intereses

De acuerdo con la [Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas](#), la agencia no asignará calificaciones de categoría "AAA" o "AA" a los bonos de FE que se espera que difieran los intereses en situaciones de estrés asociadas con dichas calificaciones, incluso si se permite en los documentos. Para esas categorías de calificación, la agencia espera que los mitigantes del PIR estén en línea con la Figura 17.

Figura 17

### Mitigantes Esperados para el Riesgo de Interrupción del Pago

Categoría Máxima de Calificación de FE	Mitigante		Mitigante Adicional
AAA	Liquidez que cubre el monto de exposición del PIR		—
AAA o inferior según la CRRT	La entidad de riesgo es una contraparte elegible (calificaciones de riesgo primarias en la CRRT de la agencia, incluidas las acciones correctivas)		—
AAA	Liquidez que cubre un mes de cantidad de exposición al PIR	y	La entidad de riesgo es un <a href="#">Banco con Continuidad Operacional en FE</a> con una calificación de al menos BBB o F2, incluidas medidas correctivas
A	Liquidez que cubre un mes de cantidad de exposición al PIR	y	La entidad de riesgo es un <a href="#">Banco con Continuidad Operacional en FE</a>
A	La entidad de riesgo retiene los fondos durante no más de dos días hábiles	y	La entidad de riesgo es un <a href="#">Banco con Continuidad Operacional en FE</a>
A	Liquidez con un monto que cubre un lapso de un mes de exposición al PIR, o el período de sustitución esperado de la agencia para el administrador de reemplazo, el tiempo que sea mayor	y	Se designa al administrador de reemplazo al cierre de la transacción de FE
BB	La entidad de riesgo retiene los fondos durante no más de dos días hábiles	y	Liquidez que cubre un mes de cantidad de exposición al PIR

Nota: Cada fila es suficiente para lograr la categoría de calificación máxima de FE. FE – Finanzas estructuradas.  
CRRT: Tabla de Calificación de Riesgo Crediticio.  
Fuente: Fitch Ratings.

Por ejemplo, las transacciones de FE con liquidez disponible que cubre el monto de exposición estimada del PIR, como se observa en la sección [Cantidad de Exposición del PIR](#), pueden lograr calificaciones de FE de hasta AAA. De manera alternativa, si todas las entidades de riesgo son bancos con continuidad operacional y transfieren fondos dentro de los dos días hábiles posteriores a la recepción, la calificación máxima alcanzable de FE sería A+.

En la Figura , “liquidez” se refiere a cualquier reserva de efectivo, facilidad de liquidez o mecanismo de anticipo que esté disponible o que proporcione una contraparte elegible con calificaciones de riesgo primarias, incluidas las acciones correctivas pertinentes. El [Apéndice 1: Reservas de Efectivo que Cubren el PIR](#) describe cómo revisa la agencia la capacidad de diferentes tipos de reservas de efectivo para mitigar el PIR.

#### Período del PIR

La agencia asume un período del PIR de tres meses, o un mes, si existen ciertos mitigantes adicionales, según lo establecido en Figura , a menos que un comité de crédito de la agencia determine que cualquiera de los siguientes factores justifica un período del PIR más largo o más corto:

- Disposiciones legales específicas y exigibles aplicables a la transacción de FE;
- Acuerdos específicos de la transacción, incluyendo la frecuencia de la transferencia de fondos o el método de pago de los deudores;
- Consideraciones específicas del administrador y del mercado, incluyendo la estandarización del portafolio de activos, la disponibilidad de administradores de reemplazo y precedentes de las transferencias de administración, el impacto de la insolvencia de un administrador en los cobros y el reenvío de pagos o el período de notificación de los deudores.

#### Cantidad de la Exposición del PIR

Durante el período del PIR, la agencia determina la cantidad de exposición a este riesgo, como todos los pagos necesarios para evitar un evento de incumplimiento en virtud de los bonos de FE. Por lo general, esto incluye, entre otros elementos, la suma de lo siguiente:

- Costos sénior;
- Pagos realizados y recibidos bajo cualquier acuerdo de derivados;

- Pagos de intereses sénior para los que un incumplimiento constituye un evento de incumplimiento; para bonos de FE con calificación en la categoría AAAsf y/o AAAsf, independientemente de si el interés se puede diferir, porque la agencia espera un pago puntual en estas calificaciones;
- Cualquier pago de capital no diferible que se adeude durante el período del PIR.

Para los períodos de PIR más cortos que una fecha de pago, la agencia puede aproximar el monto de exposición de PIR como una fracción de los pagos adeudados para la fecha de pago. Por ejemplo, para un período de PIR de un mes, el monto de exposición del PIR se puede aproximar a un tercio de los pagos de más arriba adeudados para una fecha de pago trimestral.

Los costos sénior se pueden aproximar como honorarios del administrador, como se detalla en la metodología específica del sector respectivo o en la metodología a la medida, en un escenario de calificación Bsf si se especifica. Para los pagos de tasas flotantes, la agencia utiliza el mayor entre la tasa de interés actual de referencia más alta adeudada de acuerdo con los bonos de FE y la tasa de equilibrio, según se especifica en la "Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria".

**Riesgo Crediticio Excesivo: PIR**

Cuando el PIR no es inmaterial y ninguno de los mitigantes en la Figura están implementados, las calificaciones de FE se limitarán a la calificación de la entidad de riesgo con la calificación más baja.

**Riesgo de Mezcla de Fondos**

**Definición**

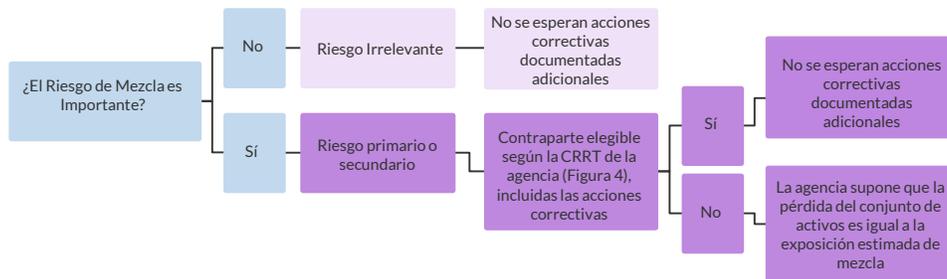
El riesgo de mezcla de fondos es el riesgo de perder los fondos cobrados del portafolio de activos y que mantiene un administrador en incumplimiento o el CAB, que se mezclan con otros fondos de la entidad en incumplimiento.

La Figura resume el enfoque de la agencia para analizar el riesgo de mezcla de fondos. A menos que presente una exposición inmaterial, la agencia espera calificaciones de riesgo primario o secundario mínimas en todo momento para cada entidad de riesgo, incluidas las acciones correctivas al perder dichas calificaciones, de acuerdo con la CRRT de la agencia.

En ausencia de mitigantes documentados suficientes para todas las entidades de riesgo, la agencia asumirá una pérdida del portafolio de activos en la transacción de FE equivalente al monto de exposición de mezcla de fondos estimado, neto de cualquier reserva de efectivo, dedicada a cubrir específicamente el riesgo. Los detalles sobre el tamaño de esta pérdida se describen en el [Apéndice 2: Determinación de una Pérdida de Mezcla de Fondos](#).

Figura 18

**Aplicación de Acciones Correctivas Documentadas para el Riesgo de Mezcla de Fondos**



Fuente: Fitch Ratings.

**Clasificación de los Riesgos**

La clasificación de riesgo de la agencia para el riesgo de mezcla de fondos se explica en la Figura .

Figura 19

**Clasificación de Riesgo: Riesgo de Mezcla de Fondos**

Nivel de Riesgo	Ejemplos	Acciones Correctivas
Excesivo	No aplica.	No aplica.
Primario	Si no se trata de un riesgo inmaterial o secundario, la agencia considera las exposiciones al riesgo de mezcla de fondos como un riesgo primario.	Contraparte elegible (calificaciones de riesgo primario, incluidas las acciones correctivas)
Secundario	Para FE, cuando se aplican las tres condiciones siguientes.	Contraparte elegible

**CVB: Riesgo de Mezcla de Fondos**

El riesgo de mezcla de fondos designa los fondos del portafolio de activos que se perderían cuando los pagos cambian del banco emisor al portafolio de activos. Estas pérdidas normalmente se relacionan con una segregación ineficaz de los montos en efectivo o los montos cobrados que no se transfieren al banco de la cuenta del programa.

## Clasificación de Riesgo: Riesgo de Mezcla de Fondos

Nivel de Riesgo	Ejemplos	Acciones Correctivas
	<ul style="list-style-type: none"> <li>El administrador transfiere los fondos cobrados al TAB al menos una vez al mes;</li> <li>El plazo original promedio ponderado del portafolio de activos es de dos años o más;</li> <li>El riesgo de interrupción de pago se mitiga de manera suficiente.</li> </ul> <p>Para los bonos cubiertos, cuando la duración de la exposición de mezcla de fondos es inferior a un mes.</p>	(calificaciones de riesgo secundario, incluidas las acciones correctivas)
Inmaterial	<p>Cuando se aplique al menos una de las siguientes condiciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>La entidad de riesgo mantiene los fondos durante dos días hábiles o menos;</li> <li>Los pagos del deudor se realizan directamente al TAB;</li> <li>El régimen legal pertinente o las disposiciones legales aíslan los fondos de la transacción de la insolvencia de una entidad de riesgo.</li> </ul>	No se esperan acciones correctivas documentadas adicionales

FE – Finanzas estructuradas.  
Fuente: Fitch Ratings.

### Riesgo Crediticio Irrelevante: Riesgo de Mezcla de Fondos

La agencia considera el riesgo de mezcla de fondos como inmaterial cuando no se espera que un incumplimiento de una entidad de riesgo genere una pérdida de los fondos de la transacción, ya sea porque estos montos están protegidos o porque el horizonte de la exposición es insignificante. Las estructuras que abordan el riesgo de mezcla de fondos incluyen lo siguiente:

- Transferencia de Fondos en un Plazo de Dos Días Hábiles a partir de la Recepción:** Para las entidades de riesgo que tengan fondos durante dos días hábiles o menos, la agencia considerará el riesgo como inmaterial, debido al corto horizonte de exposición.
- Pagos del Deudor Directamente a las Cuentas de la Transacción:** Cuando los pagos del portafolio de activos se acreditan directamente al TAB, lo que elimina de forma efectiva cualquier exposición de crédito de las entidades de riesgo, la agencia considera el riesgo de mezcla de fondos como inmaterial;
- El Régimen Legal Protege las Cuentas del Administrador:** La agencia considerará el riesgo de mezcla de fondos como inmaterial si el régimen legal en la jurisdicción pertinente y las provisiones de los documentos de la transacción son coherentes con ese régimen y protegen los fondos cobrados que retiene el administrador o que se retienen en su nombre;
  - Este es el caso de Australia y el Reino Unido, con una declaración de confianza debidamente ejecutada, de Francia, con cuentas dedicadas de manera especial. También es el caso de los Países Bajos, donde los pagos del deudor se cobran en cuentas que se mantienen en fundaciones de cobro remotas de bancarrota. Bajo tales estructuras, los fondos que se mantienen en el CAB en las cuentas del administrador están protegidos contra una insolvencia del administrador. En estos casos, si bien la exposición al administrador se vuelve inmaterial, la agencia de cualquier forma espera que existan mitigantes del riesgo de mezcla de fondos para la exposición del CAB.

### Riesgo Crediticio Primario y Secundario: Riesgo de Mezcla de Fondos

Si no es inmaterial, la agencia considera la exposición de mezcla de fondos como un riesgo secundario para las transacciones de FE que cumplen todas las siguientes condiciones:

- Los fondos cobrados se transfieren al TAB al menos una vez al mes;
- Plazo original promedio ponderado del portafolio de activos de más de dos años;
- Protección adecuada del PIR.

Si no se aplica cualquiera de las condiciones anteriores, la exposición se considerará como un riesgo primario.

### Acciones Correctivas en Caso de Perder el Estado de Contraparte Elegible

Para mitigar el riesgo de mezcla de fondos, la agencia espera que la entidad de riesgo mantenga calificaciones de riesgo relevantes primarias o secundarias mínimas en todo momento, incluidas acciones correctivas tras la pérdida de dichas calificaciones, de acuerdo con la CRRT de la agencia. Las acciones correctivas posteriores a la inelegibilidad se detallan en la [Figura](#).

Cuando no se mitigue adecuadamente el riesgo de mezcla de fondos para el administrador o el CAB, la agencia revisará cualquier reserva disponible que cubra el riesgo contra la pérdida estimada de mezcla de fondos, tal como se describe en el [Apéndice 2: Determinación de una Pérdida de Mezcla de Fondos](#).

### CVB: Duración de la Exposición de Mezcla de Fondos

Para los CVB, la duración de la exposición de mezcla de fondos será la más corta entre la frecuencia de los informes, la frecuencia de activos que se inscriben en el registro del portafolio de activos o la frecuencia de transferencia de los fondos cobrados a la cuenta bancaria del programa.

### Opiniones Crediticias Monitoreadas

Para el riesgo de mezcla de fondos, la agencia considerará una opinión crediticia monitoreada de una entidad de riesgo en línea con las calificaciones de riesgo secundario mínimo en la CRRT de la agencia, e incluidas las acciones correctivas tras la pérdida de tales niveles mínimos, para que sean suficientes para mitigar el riesgo de mezcla de fondos, si se considera un riesgo secundario y el monto de exposición de mezcla de fondos, ajustado al período de mezcla relevante, representa menos del 50% de la CE existente disponible (es decir, sin incluir el exceso de margen financiero) a cualquier bono de FE calificado en la categoría correspondiente o superior, de los bonos de FE con la calificación más alta en la CRRT.

### CVB – Acciones Correctivas Mezcla de Fondos

Cuando el riesgo de mezcla de fondos no se mitiga lo suficiente, la agencia se basa en la calificación de la contraparte al evaluar los pagos oportunos a los tenedores de CVB.

Una vez que la contraparte pierde elegibilidad, la agencia supone que el monto de exposición de mezcla de fondos es una pérdida cuando prueba los pagos oportunos. La exposición de mezcla de fondos no mitigada se agregará al nivel de OC de equilibrio obtenido en el modelo de flujo de caja, cuando el nivel de calificación de pago oportuno esté por encima del punto de referencia de resolución.

Cuando la calificación del CVB se deriva agregando el alza de recuperación al punto de referencia de resolución, no se medirá la exposición de mezcla de fondos.

Figura 20

### Riesgo de mezcla de Fondos: Acciones Correctivas en Caso de Inelegibilidad

Acción Correctiva	Marco de Tiempo de la Acción Correctiva
Reemplazo con una contraparte elegible distinta	60 días calendarios
Obtención de una garantía de una contraparte elegible	60 días calendarios
Inclusión de una reserva de mezcla de fondos	Riesgo primario: 14 días calendarios Riesgo secundario: 60 días calendarios
En el caso de los programas de CVB, cualquiera de los anteriores o proporcionar un sobrecolateral adicional	60 días calendarios

CVB – Bono cubierto.  
Fuente: Fitch Ratings.

### Riesgo de Interrupción de la Administración

Los emisores de FE dependen de los administradores para la administración continua del portafolio de activos. Cuando se produce una interrupción en este proceso, la administración deficiente puede afectar en última instancia el desempeño de la transacción de FE.

El riesgo de interrupción de la administración se centra en la disponibilidad a largo plazo de una administración satisfactoria del portafolio de activos, evaluando la solidez financiera y operacional del administrador actual y la disponibilidad de los administradores de reemplazo. Esto es diferente al PIR, el cual analiza el estrés de liquidez a corto plazo causado por un incumplimiento del administrador o del CAB.

Para las transacciones de FE con características de portafolio de activos estándar o mercados de administración establecidos, la agencia puede aplicar una revisión simplificada de la administración, ya que el riesgo se considera limitado. Cuando otros factores indican un riesgo mayor, como una dependencia significativa del desempeño del administrador, como en valores respaldados por hipotecas residenciales (RMBS; *residential mortgage backed securities*) de EE. UU., para activos exóticos o para administradores con un historial u opciones de reemplazo limitados, la agencia realiza una revisión completa del riesgo de interrupción del servicio, en línea con esta sección, y complementada con metodologías específicas del sector pertinentes.

La agencia identifica cuatro posibles fuentes de interrupción de la administración, tal como se describe en la Figura .

Figura 21

### Fuentes del Riesgo de Interrupción de la Administración

Fuente de Interrupción	Descripción
Deterioro Financiero del Administrador	La capacidad del administrador para cumplir con sus obligaciones se deteriora con el tiempo tras un deterioro de su condición financiera.
Deterioro de la Capacidad Operacional	La capacidad del administrador para cumplir con sus obligaciones se deteriora con el tiempo por razones no relacionadas con su condición financiera.
Reemplazabilidad del Administrador	Tras la terminación del administrador, no hay un administrador de reemplazo disponible o dispuesto a intervenir para administrar el portafolio de activos, independientemente del motivo.
Documentación Inadecuada	Los documentos de transacción no detallan adecuadamente las obligaciones de administración o los mecanismos de reemplazo del administrador.

Fuente: Fitch Ratings.

La agencia revisa los factores en la Figura para evaluar el riesgo general de la transacción de FE, asociado con cada fuente de interrupción.

Figura 22

### Evaluación del Riesgo de Interrupción de la Administración

Fuente de Interrupción	Factores Evaluados para Determinar el Nivel de Riesgo
Condición Financiera del Administrador	<ul style="list-style-type: none"> <li>La capacidad a largo plazo del administrador para cumplir con sus obligaciones de manera adecuada. Cuando esté disponible, la Calificación de Riesgo Emisor del administrador o la visión de crédito interna de la agencia proporcionan un indicador útil de su condición financiera;</li> <li>La condición financiera del administrador no se evalúa cuando la agencia determina que otros mitigantes de continuidad abordan lo suficiente el riesgo de interrupción.</li> </ul>

## Evaluación del Riesgo de Interrupción de la Administración

Fuente de Interrupción	Factores Evaluados para Determinar el Nivel de Riesgo
Deterioro de la Capacidad Operacional	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estructura corporativa, gobernanza y personal;</li> <li>• La experiencia de administración, lo que incluye experiencia, antigüedad y trayectoria;</li> <li>• Infraestructura tecnológica de la plataforma de administración;</li> <li>• Si está disponible, la calificación del administrador (operacional) de la agencia;</li> <li>• Nivel de controles, incluido el seguimiento del desempeño y las auditorías de terceros;</li> <li>• Nivel de disponibilidad de la información, almacenamiento e intercambio requerido.</li> </ul>
Reemplazabilidad del Administrador	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacidad de los posibles administradores de reemplazo en relación con el tamaño del portafolio de activos;</li> <li>• Idoneidad de los incentivos financieros y tarifas para administrar el portafolio de activos;</li> <li>• Complejidad de la administración del portafolio de activos.</li> </ul>
Documentación Inadecuada	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estandarización/simplicidad de los documentos para facilitar la transición de administradores;</li> <li>• Si las obligaciones del administrador cubren las acciones necesarias para administrar el portafolio de activos.</li> </ul>

Fuente: Fitch Ratings.

La agencia analiza los mitigantes de la continuidad del servicio disponibles correspondientes cuando revisa el perfil general de riesgo de interrupción de la administración para la transacción de FE, que evalúa la disponibilidad y el proceso para el reemplazo de la administración (Figura).

Figura 23

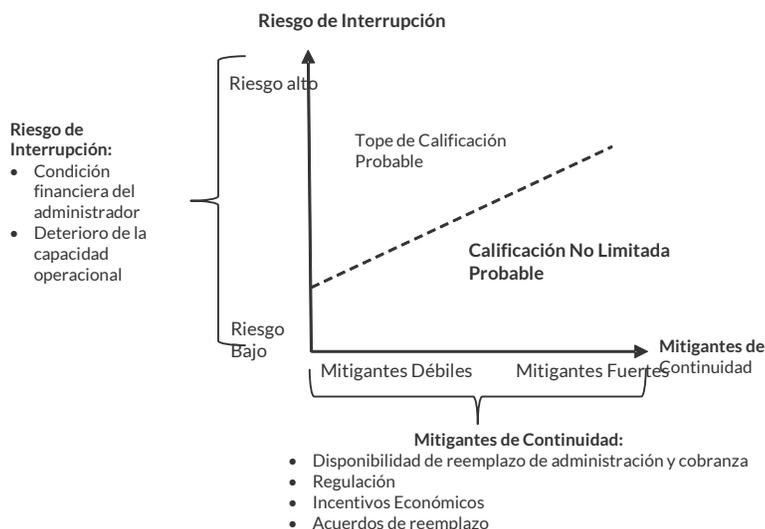
## Mitigantes Continuidad de Administración

Mitigante	Factores Evaluados para Determinar el Mitigante
Disponibilidad de Reemplazo de Administración y Cobranza	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Disponibilidad de entidades alternativas que puedan prestar servicios al portafolio de activos;</li> <li>• Historial de reemplazos de administrador en el sector o jurisdicción.</li> </ul>
Regulación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Posibilidad de intervención de los reguladores para garantizar la administración continua.</li> </ul>
Incentivos Económicos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En qué medida los incentivos económicos pueden garantizar el interés continuo del administrador en administrar el portafolio de activos y atraer reemplazos de alta calidad.</li> </ul>
Acuerdos de Reemplazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los detonantes y las condiciones documentados del reemplazo del administrador;</li> <li>• Tiempo esperado para identificar y designar un BUS;</li> <li>• Período de invocación, como sería el período entre la notificación inicial al BUS y el inicio de los procesos de transferencia al BUS.</li> </ul>
Nivel de Acuerdos de Respaldo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Designación al cierre de un BUS, incluido su nivel de compromiso;</li> <li>• Cualquier diligencia debida que realice el BUS;</li> <li>• Frecuencia y profundidad de las transferencias de datos del portafolio de activos con el BUS;</li> <li>• Tiempo previsto y comprometido para una transferencia de administración.</li> </ul>

BUS: administrador de respaldo.

Fuente: Fitch Ratings.

Figura 24



Fuente: Fitch Ratings.

La figura 24 anterior ilustra las calificaciones alcanzables como una función de los riesgos de interrupción y los mitigantes de continuidad. Las calificaciones de FE se verán limitadas a la calificación del administrador si los mitigantes se consideran insuficientes en relación con el riesgo. Sin embargo, si los mitigantes abordan todas las posibles interrupciones, la exposición se considerará inmaterial y no se aplicará ningún tope de calificación.

## Proveedores de Instrumentos de Liquidez y Agentes de Anticipos

### Función

Las transacciones de FE pueden incluir una facilidad de liquidez (LF; *liquidity facility*) o mecanismos de anticipo, con el objetivo principal de evitar deficiencias en los pagos oportunos requeridos de los bonos de FE. El riesgo clave para la transacción de FE es que los montos de liquidez puedan no estar disponibles inmediatamente para los pagos oportunos de los bonos de FE, en caso de incumplimiento del proveedor de LF o del agente de anticipos.

Los mecanismos de anticipos, por lo general, cubren los pagos del capital y/o los intereses en mora de un portafolio de activos y son recuperables en última instancia por el agente de anticipos como parte de los ingresos de recuperación del portafolio de activos. Los agentes de anticipos pueden incluir administradores, administradores maestros o fideicomisarios, entre otros.

Si las acciones correctivas documentadas no están en línea con esta sección, la agencia podría no tomar en cuenta el apoyo de liquidez proporcionado por el proveedor de LF o el agente de anticipos en su análisis de calificación, y revisará la idoneidad de los flujos de caja de la transacción en el nivel de calificación de FE correspondiente sin el apoyo de liquidez.

### Clasificación del Riesgo

La clasificación de riesgo de la agencia para los proveedores de LF y los agentes de anticipos se muestra en la Figura .

Figura 25

### Clasificación de Riesgo: Proveedores de LF y Agentes de Anticipos

Nivel de Riesgo	Ejemplos	Acciones Correctivas
Excesivo	La LF o los anticipos son la fuente principal de pagos oportunos en los bonos de FE.	Ninguna acción correctiva puede mitigar la exposición. Las calificaciones de FE estarán limitadas a la Calificación de Riesgo Emisor de la entidad.
Primario	La LF o los anticipos que cubren interrupciones a corto plazo en los pagos de los bonos de FE.	Contraparte elegible (calificaciones de riesgo primario, incluyendo las acciones correctivas)
Secundario	No aplica.	No aplica.

### Renovaciones de LF

Para las LF, la agencia revisa los términos en virtud de los cuales se renueva y cualquier disposición para modificar los cargos y las tarifas pagaderas. En caso de que la LF no se renueve al vencimiento, la agencia espera que la LF sea financiada previamente. La LF no se considerará en el análisis de calificación si la agencia no cuenta con una razón adecuada para creer que se renovaría o se financiaría al vencimiento.

## Clasificación de Riesgo: Proveedores de LF y Agentes de Anticipos

Nivel de Riesgo	Ejemplos	Acciones Correctivas
Inmaterial	Para LF, LF financiada previamente.	No se esperan acciones correctivas documentadas adicionales.

LF: Facilidad de Liquidez. FE – Finanzas estructuradas.  
Fuente: Fitch Ratings.

### Riesgo Crediticio Inmaterial: Proveedores de LF y Agentes de Anticipos

La agencia considera las exposiciones a proveedores de LF o agentes de anticipos como inmatrimales cuando no se espera que su incumplimiento afecte los pagos oportunos en los bonos de FE. Para los proveedores de LF, este es el caso cuando la contraparte financia previamente sus obligaciones.

### Riesgo Crediticio Primario y Secundario: Proveedores de LF y Agentes de Anticipos

Para dar crédito al soporte de liquidez en el análisis, la agencia espera que el proveedor de LF o el agente de anticipos tengan calificaciones primarias mínimas en todo momento, en línea con la CRRT de la agencia. Las acciones correctivas posteriores a la inelegibilidad se detallan en la Figura .

Figura 26

## Proveedores de LF y Agentes de Anticipos: Acciones Correctivas en caso de Inelegibilidad

Acción Correctiva	Marco de Tiempo de la Acción Correctiva
Proveedor de LF: Financiamiento previo de los montos de liquidez comprometidos	14 días calendarios
Reemplazo con una contraparte elegible distinta	60 días calendarios
Obtención de una garantía de una contraparte elegible	60 días calendarios

LF: Facilidad de Liquidez.  
Fuente: Fitch Ratings.

### Riesgo Crediticio Excesivo: Proveedores de LF y Agentes de Anticipos

Si la contraparte es la fuente principal de los pagos oportunos que se requieren para los bonos de FE, la agencia considera la exposición como de riesgo excesivo y las calificaciones de FE se verán limitadas a su IDR.

## Proveedor de Derivados

### Función

La agencia divide los derivados en derivados de terminación o derivados de cobertura de la siguiente manera:

- **Derivado de terminación:** El incumplimiento del proveedor de derivado desencadena la terminación temprana de la transacción de FE; por ejemplo, *swaps* de incumplimiento crediticio. El análisis de la agencia se enfoca en el pago completo de los bonos de FE, incluido el interés acumulado hasta la terminación.
- **Derivado de cobertura:** Estos derivados suelen proporcionar cobertura de moneda extranjera o de tasa de interés para la transacción de FE, como *swaps* de divisas, *swaps* de bases de interés y *swaps* fijos a flotantes. Una terminación temprana de estos derivados no termina la transacción de FE.

El resto de esta sección se centra en los derivados de cobertura, que se utilizan con más frecuencia en la mayoría de los sectores de FE. Los detalles completos sobre el análisis de la agencia de las exposiciones de los derivados, incluidos los derivados de la terminación, están disponibles el apéndice de metodología la "Metodología de Calificación de Contraparte de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Apéndice de Derivados".

### CVB: Riesgo Crediticio Excesivo

En cuanto a los CVB, si la exposición al proveedor de la facilidad de liquidez se considera excesiva, la calificación del CVB se limitará al punto de referencia de resolución o a la calificación de la contraparte, el que resulte más alto.

## Esquema de la Sección

Función

Pagos de Terminación y Cláusula Flip

Clasificación de los riesgos

Los derivados de cobertura plantean dos riesgos clave para la transacción de FE:

1. En caso de incumplimiento de un proveedor de derivado, en especial en cuestión de swaps, es posible que se requiera que la transacción de FE realice ciertos pagos por terminación si el derivado carece de valor intrínseco (*out of the money*). Para abordar este riesgo, los documentos de la transacción suelen indicar que estos pagos de terminación son subordinados a los pagos de los bonos de FE en la prioridad de los pagos;
2. Al finalizar el derivado, normalmente debido a un incumplimiento de la contraparte, los bonos calificados pueden permanecer expuestos al riesgo de FX o de tasas de interés. Para mitigar este riesgo, los acuerdos de derivados suelen incluir disposiciones para la inclusión de garantías en un monto que se espera que sea suficiente para financiar el reemplazo de la contraparte [ver subsección *Clasificación de los Riesgos*].

### Pagos de Terminación y Cláusula Flip

Por lo general, los documentos de las transacciones establecen que las cantidades pagadas por el emisor de FE a una contraparte de *swap* tienen prioridad en la cascada de la transacción sobre los montos pagaderos a los tenedores de los bonos. Una excepción es la terminación de los pagos adeudados a una contraparte de *swap* en incumplimiento; por lo general, estos pasan a ser un elemento subalterno en la cascada de pagos; este cambio en la prioridad de pagos se conoce comúnmente como la "cláusula flip". La cláusula *flip* protege a los tenedores de los bonos de la pérdida de flujos de caja resultante del incumplimiento de la contraparte de *swap*.

En jurisdicciones en las que se impugna la aplicabilidad de las cláusulas *flip*, como las que rigen las leyes de E.E. U.U., la agencia aplica calificaciones mínimas más altas para reducir el riesgo de que la contraparte entre en mora antes de implementar un recurso documentado, a menos que se proporcione suficiente previsión legal sobre la aplicabilidad. En todos los demás casos, la agencia aplica expectativas de calificación mínimas más bajas [consulte columna "Cláusula Flip Válida" en la tabla de la *Figura* ].

Además, debido a la rápida evolución de las condiciones del mercado, la agencia no estima los posibles pagos de terminación. En caso de que los pagos de terminación adeudados a una contraparte de *swap* en incumplimiento se clasifiquen como *sénior* o *pari passu* en relación con los pagos de capital o intereses de los bonos de FE, la agencia puede limitar las calificaciones de FE a la calificación aplicable de la contraparte de *swap*.

### Clasificación de los Riesgos

La clasificación de riesgo de la agencia para los derivados de cobertura se muestra en *Figura* .

*Figura 27*

### Clasificación de Riesgo: Proveedor de Derivados

Nivel de Riesgo	Ejemplos	Recursos
Excesivo	Derivados con características no estándares o que proporcionan un respaldo financiero no estándar, en una medida que limita su capacidad de reemplazo bajo términos similares.	No hay recursos que puedan abordar estas exposiciones. Las calificaciones de FE se verán limitadas a la calificación de la contraparte o a la calificación máxima alcanzable, la que resulte más alta, suponiendo un derivado con capacidad de reemplazo estándar.
Primario	Derivados estándar y reemplazables. No se cede ningún colateral.	Contraparte elegible: calificaciones de riesgo primario en <i>Figura</i> , incluidas las acciones correctivas.
Secundario	Derivados estándar y reemplazables; el proveedor de derivados comenzó a ceder garantías de acuerdo con la metodología de la agencia.	Contraparte elegible: calificaciones de riesgo secundarias en <i>Figura</i> , incluidas acciones correctivas.
Irrelevante	No corresponde.	No corresponde.

Fuente: Fitch Ratings.

### Riesgo Crediticio Inmaterial: Proveedor de Derivados

A menos que la agencia no incorpore el derivado en su análisis de calificación y no se espere que un incumplimiento de la contraparte de derivados afecte negativamente a la transacción de FE, las exposiciones del proveedor de derivados se consideran como un riesgo primario, secundario o excesivo, según el derivado y los recursos documentados.

### CVB: Pagos de Terminación

La agencia considera como riesgo de liquidez los pagos de terminación que adeuda el fondo conjunto de cobertura a un proveedor de derivados, ya que tienen una clasificación *sénior* o *pari passu* con respecto a los pagos de los CVB.

Para los proveedores de derivados externos, la agencia considera este riesgo como irrelevante, ya que requeriría, en forma concurrente, un incumplimiento de la contraparte, que el *swap* careciera de valor intrínseco, es decir, que fuera "out of the money" para el emisor de CVB y la incapacidad del emisor de CVB de financiar el pago.

Para las contrapartes derivadas internas, la agencia espera que la contraparte esté en línea con las calificaciones de riesgo secundarias mínimas, como se observa en "Cláusula Flip No Válida" en *Figura* .

**Riesgo Crediticio Primario y Secundario: Proveedor de Derivados**

La agencia considera las exposiciones sin garantía como un riesgo primario, tras la insolvencia de la contraparte. La transacción de FE podría permanecer expuesta más fácilmente al riesgo de FX o de tasas de interés. Sin embargo, cuando el proveedor de derivados ha comenzado a incluir garantías de acuerdo con el apéndice de derivados de la agencia, la agencia considera la exposición como un riesgo secundario. Se espera que la garantía disponible sea suficiente para financiar el costo de designar a un proveedor de derivados de reemplazo, en caso necesario.

La Figura proporciona las calificaciones mínimas esperadas por nivel de riesgo. La columna de “Cláusula Flip Válida” se refiere a las transacciones en las que existe suficiente previsión legal con respecto a la aplicabilidad de la cláusula flip. Las calificaciones mínimas mostradas en la columna “Sin Cláusula Flip Válida” se aplican cuando no se ha recibido suficiente previsión legal con respecto a la implementación de las cláusulas flip.

Figura 28

**Tabla de Calificación de Riesgo de Derivados**

Categoría del Pagaré con Mayor Calificación	Clasificaciones de Riesgo Primario Mínimas (Sin garantía)	Clasificaciones de Riesgo Secundario Mínimas (Con garantía)	
		Cláusula Flip Válida	Cláusula Flip No Válida
AAA	A o F1	BBB- o F3	BBB+ o F2
AA	A- o F1	BBB- o F3	BBB+ o F2
A	BBB o F2	BB+	BBB o F2
BBB	BBB- o F3	BB-	BBB- o F3
BB	Calificación de nota	B+	BB-
B	Calificación de nota	B-	B-

Nota: Las calificaciones se refieren a la calificación de la contraparte aplicable, Calificación del Derivado o Calificación de Riesgo Emisor, de acuerdo con Figura 6. Las distintas calificaciones mínimas se aplican a las contrapartes que no son proveedoras de derivados, según la Tabla de Calificación de Riesgo Crediticio (Figura 4) de la agencia. Fuente: Fitch Ratings.

**Recursos en Caso de Perder el Estado de Contraparte Elegible**

Figura detalla las acciones correctivas esperadas después de que la calificación de una contraparte se degrada por debajo de las calificaciones mínimas necesarias para mantener la calificación del pagaré. Se pueden aplicar diferentes plazos para ciertas contrapartes, según la sección “[Contrapartes de Calificación Alta](#)”. Los aspectos específicos del establecimiento de garantías de derivados se detallan en el apéndice de metodología “[Metodología de Calificación de Contraparte de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Apéndice de Derivados](#)”.

Figura 29

**Proveedor de Derivados: Recursos en Caso de Inelegibilidad**

Acción tras la degradación de la calificación por debajo de las calificaciones de riesgo primarias (Figura )	Marco de tiempo de recuperación
Establecimiento de garantías para la cantidad de colateral de valoración de mercado	14 días calendario
Establecimiento de garantías para el ajuste de liquidez y el amortiguador de volatilidad	60 días calendario
Reemplazo con una contraparte elegible distinta, de acuerdo con Figura	60 días calendario
Obtención de una garantía de una contraparte elegible, de acuerdo con Figura 28	60 días calendario
Acción tras la degradación de la calificación por debajo de las calificaciones de riesgo secundarias (Figura )	Marco de tiempo de recuperación
Establecimiento de garantías mientras se completa el reemplazo o la garantía, incluidos el ajuste de liquidez y el amortiguador de volatilidad	14 días calendario
Reemplazo con una contraparte elegible distinta, de acuerdo con Figura	60 días calendario
Obtención de una garantía de una contraparte elegible, de acuerdo con Figura	60 días calendario

Fuente: Fitch Ratings.

Para evitar un cambio a una calificación inferior del pagaré, la agencia espera que se publique la garantía dentro de los siguientes 14 días naturales de la inelegibilidad de la contraparte, de acuerdo con la Figura , incluso cuando la entidad no elegible se reemplace en última instancia u obtenga una garantía en un plazo de 60 días.

**CVB: Derivados**

Los CVB son obligaciones de recurso completo del emisor del CVB; por lo tanto, los tenedores de CVB solo estarían expuestos a pérdidas debido a una contraparte de derivados en incumplimiento si el emisor del CVB también incumple.

Las expectativas de inclusión de garantía de la agencia son más bajas para los CVBS con proveedores de derivados externos, en comparación con aquellas de los CVB con contrapartes de derivados internas o con transacciones de FE.

La agencia observa que los acuerdos en los documentos de la transacción que requieren un reemplazo/garante en un plazo corto, como 14 días, en lugar de la inclusión de una garantía, rara vez se cumplen y, por lo tanto, proporcionan una previsión adicional limitada. El reemplazo o la designación de un garante para las contrapartes derivadas no elegibles a veces puede tardar varios meses, de modo que el establecimiento de garantías probablemente sea el único recurso viable a corto plazo.

Además, el análisis de la agencia se basa en un anexo de respaldo financiero o en documentación similar que se ejecutará al cierre de la transacción, a fin de facilitar la inclusión de la garantía en un plazo de 14 días naturales.

**Riesgo Crediticio Excesivo: Proveedor de Derivados**

La agencia considera la exposición derivada como excesiva si el acuerdo de derivados proporciona apoyo crediticio a través de características no estándares, o, en general, niveles no estándares de respaldo financiero a la transacción de FE, en la medida en que sea poco probable que se reemplace al proveedor de derivados bajo términos similares en el mercado pertinente, incluso si existe una garantía disponible, según la metodología de la agencia.

Por ejemplo, la agencia consideraría que los derivados de riesgo son excesivos si existe un desequilibrio significativo en los pagos de swap, o si el derivado hace referencia a índices de tasas de interés no comerciales.

Cuando la exposición del derivado se considera excesiva, la agencia modela la transacción de FE con un derivado con características estándar que se puede reemplazar de manera creíble en el mercado, sin considerar las características o el apoyo no estándares. Si semejante reemplazo no estuviese disponible, la agencia modelará la transacción de FE sin cobertura. En última instancia, las calificaciones de FE serán la máxima alcanzable, suponiendo un derivado estándar y reemplazable, o ningún derivado en absoluto si la agencia considera que el derivado es irremplazable en el mercado, o bien, la calificación de la entidad que proporciona el derivado considerado un riesgo excesivo: la que resulte más alta.

**Contrapartes y Riesgos Adicionales de FE**

**Riesgo de Compensación (Originador/Vendedor o Proveedores de Servicios)**

En algunas jurisdicciones, es posible que los deudores todavía tengan derecho a “compensar” sus pagos del servicio de la deuda en contra de depósitos u otras obligaciones que les adeude un originador/vendedor en incumplimiento. Los montos sujetos a compensar podrían resultar en una pérdida para la transacción de FE. Por ejemplo, un deudor al que se le adeudan depósitos por USD5,000 tras el incumplimiento del originador del banco, y que tiene un préstamo hipotecario por USD20,000 que se vende a una transacción de FE por parte del mismo originador del banco, podría intentar compensar los dos montos y solo pagar USD15,000 a la transacción de FE.

El riesgo de compensación también puede surgir cuando los servicios complementarios en virtud de contratos vinculados o contratos de arrendamiento se adeudan, pero no se proporcionan a los deudores por parte de un proveedor de servicios en incumplimiento.

La clasificación de riesgo de la agencia para el riesgo de compensación, si está presente, se muestra en la Figura . Las metodologías específicas del sector o un comité de crédito de la agencia pueden definir diferentes enfoques analíticos para compensar el riesgo, como se señala en el informe de transacciones específicas, incluido el tamaño de la exposición y la clasificación de riesgo, a fin de considerar todas las circunstancias específicas de la transacción y la jurisdicción. La calificación que aplique (DR, IDR u otro tipo de calificación) [ver sección “Cual Calificación se Debe Aplicar”] para las contrapartes elegibles de la Figura 30 dependerá de la naturaleza del riesgo de compensación; por ejemplo, para el riesgo de compensación por depósitos del deudor, Fitch considera la DR de la institución que toma el depósito (o bien, de la IDR, si no aplica la DR).

Figura 30

**Clasificación de Riesgo: Riesgo de Compensación**

Nivel de Riesgo	Ejemplos	Recursos
Excesivo	No corresponde.	No corresponde.
Primario	La exposición de compensación representa la mitad o más de la CE disponible para los bonos de FE.	Contraparte elegible (calificaciones de riesgo primarias en la CRRT de la agencia, incluidos los recursos)
Secundario	La exposición de compensación representa menos de la mitad de la CE disponible para los bonos de fe.	Contraparte elegible (calificaciones de riesgo secundarias en la CRRT de la agencia, incluidos los recursos)
Inmaterial	Análisis caso por caso basado en cómo mitigan el riesgo los siguientes factores:	No se esperan acciones correctivas documentadas adicionales.

### Clasificación de Riesgo: Riesgo de Compensación

Nivel de Riesgo	Ejemplos	Recursos
	<ul style="list-style-type: none"> <li>El régimen legal específico de la jurisdicción;</li> <li>Disposiciones legales específicas de la transacción;</li> <li>Esquemas de garantía de depósito.</li> </ul>	

CE: mejora crediticia. FE – Finanzas estructuradas.  
Fuente: Fitch Ratings.

#### Riesgo Crediticio Inmaterial: Riesgo de Compensación

La agencia considera el riesgo de compensación como intrínsecamente específico de una jurisdicción. Un análisis caso por caso del régimen legal pertinente, las disposiciones específicas de la transacción y la efectividad de cualquier plan de garantía de depósito disponible podrían determinar que la ocurrencia de una pérdida de compensación sea lo bastante remota, lo que finalmente daría como resultado un riesgo inmaterial para la transacción de FE.

#### Riesgo Crediticio Primario y Secundario: Riesgo de Compensación

En la Figura 31 se resume el enfoque de la agencia al riesgo de compensación. Cuando el riesgo de compensación está presente y no se considera inmaterial, la agencia considera la exposición al originador/vendedor de la siguiente manera:

- Riesgo primario, si la exposición de compensación es de 50% o más de la CE disponible para los bonos de FE;
- Riesgo secundario, si la exposición de compensación es de menos de 50% de la CE disponible para los bonos de FE.

Para estas exposiciones, la agencia espera, en todo momento, calificaciones de riesgo primarias o secundarias mínimas, es decir, que incluyan acciones correctivas tras la degradación de una contraparte, de acuerdo con la CRRT de la agencia. En ausencia de mitigantes documentados suficientes, la agencia supondrá una pérdida del conjunto de activos en la transacción de FE equivalente al monto estimado de exposición de compensación, neto de cualquier reserva de compensación dedicada y cobertura relevante de cualquier plan de garantía de depósito.

Figura 31



Fuente: Fitch Ratings.

#### Agentes de Pago

Los agentes de pago son responsables de distribuir los fondos disponibles a los tenedores de los bonos. Cuando el agente (i) ejecuta los pagos a través de una cámara de compensación importante, como las utilizadas en la eurozona; y (ii) retiene los fondos durante no más de dos días hábiles, la agencia evalúa esta entidad, de acuerdo con otras contrapartes operativas [ver subsección inferior "Otras Contrapartes Operativas"] y no aplica ninguna calificación mínima a la contraparte. Si el período de conservación supera los dos días hábiles, la agencia toma en cuenta la exposición como riesgo primario y esperaría que el agente pagador tenga calificaciones de riesgo primario mínimas en todo momento, incluidas acciones correctivas tras una degradación por debajo de estas calificaciones, de acuerdo con la CRRT de la agencia.

Solo si el período de retención es de dos días hábiles o menos inmediatamente antes de la fecha de pago, cuando el agente pagador no ejecuta pagos a través de una cámara de compensación importante (lo que es típico para entidades en E.E. U.U.), actuando en efecto como un TAB adicional, la agencia espera calificaciones de riesgo secundario mínimas en todo momento, incluidas acciones correctivas tras una degradación por debajo de esas calificaciones, de acuerdo con la CRRT de la agencia. Para períodos de retención más largos o para períodos de dos días que no sean inmediatamente anteriores a una fecha de pago, la agencia revisa estas exposiciones de acuerdo con la sección "Banco de Cuentas de Transacciones".

## Custodios y Fiduciarios de Valores

La función de un custodio o fideicomisario de valores es mantener conjunto de activos de la transacción de FE en fideicomiso para el uso y beneficio de los titulares de deuda presentes y futuros, así como otras partes aseguradas.

Las tareas exactas de un custodio o un fideicomisario de valores pueden variar según la transacción. La agencia supone que los acuerdos de custodia y valores serán aplicables en caso de una insolvencia del custodio o fideicomisario de valores sin interrupción, mora o suspensión. También supone que los acuerdos correspondientes especifican que el conjunto de activos es propiedad del emisor de FE o de los tenedores y no del custodio o fideicomisario de valores.

En los casos en los que no se pueda proporcionar dicha previsión legal que respalde esta suposición, la agencia considerará al custodio o fiduciario de seguridad como riesgo primario y esperará el cumplimiento de las calificaciones de riesgo primarias mínimas en la CRRT de la agencia en todo momento, lo que incluye acciones correctivas tras la pérdida de dichas calificaciones.

## Otras Contrapartes Operativas

Las transacciones de FE pueden basarse en varias otras contrapartes para realizar diversas tareas necesarias para su funcionamiento óptimo, incluidas las partes responsables de calcular las distribuciones en las fechas de pago, el agente de cálculo, la administración de inversiones en efectivo a corto plazo entre períodos de pago o el administrador de efectivo. Estos últimos pueden incluir administradores fiduciarios, fideicomisarios o fideicomisarios del contrato, en la medida en que no tengan fondos de transacción.

No existe exposición crediticia real para la mayoría de estas funciones y la agencia no espera ninguna calificación mínima de contraparte para tales funciones de agente de apoyo. Sin embargo, cuando la agencia considera que cualquier contraparte operativa carece de la experiencia necesaria o del historial comprobado en las funciones que está llevando a cabo, en una medida que pueda afectar negativamente a la transacción de FE, la agencia puede limitar las calificaciones de FE o negarse a calificar los bonos de FE.

## Activos Gravados

Por lo general, los activos gravados existen dentro de las estructuras financiadas de titularización sintética, en las que todas las ganancias de la emisión se invierten en bienes gravados con el propósito de fondear pagos de la protección de *swaps* de incumplimiento de crédito, o de regresar el capital al momento de la terminación. Los bienes gravados, en general, toman forma de depósito de valores o efectivo.

En el caso de depósitos en efectivo con un TAB, la calificación de los bonos de FE tendrá como límite la calificación del TAB, dada la magnitud de la exposición, de acuerdo con la sección "[Riesgo Crediticio Excesivo: TAB](#)". En el caso de inversiones en valores, la agencia analizará los riesgos crediticios y los riesgos del valor del mercado. Los riesgos crediticios generalmente se abordarán limitando la calificación de los bonos de FE a la calificación de valores.

Los riesgos del valor de mercado se pueden mitigar mediante estructuras en las que haya suficientes bienes gravados que venzan justo antes del vencimiento de los pasivos o estructuras que prevean el pago en especie. El riesgo de valor de mercado también puede mitigarse mediante acuerdos de derivados o de recompra con una contraparte elegible con calificaciones de riesgo primarias, incluidos los recursos correspondientes tras una degradación. La agencia espera que el acuerdo de derivados o de recompra ofrezca un compromiso para la vida de la transacción. Puede decidir no asignar una calificación de FE si el riesgo de valor de mercado no se aborda adecuadamente.

## Cuando los Documentos Difieren de la Metodología de Fitch

### Evaluación de Materialidad

Si las exposiciones de contrapartes y los recursos estructurales difieren de los principios descritos en esta metodología, la agencia evalúa la importancia de la exposición con las siguientes preguntas:

- ¿La exposición de la contraparte es importante para la calificación de los bonos de FE?
- Cuando la documentación se adhiere parcialmente a la metodología, ¿qué tan relevante es la desviación en virtud de la estructura general de la transacción y los documentos de esta?
- ¿Existen otros mitigantes estructurales que aborden de manera suficiente los riesgos de contraparte?

Un comité de crédito de la agencia revisará la exposición como importante para las calificaciones de FE si asignara calificaciones que estarían tres o más *notches* por debajo de la calificación de FE que habría asignado, en ausencia de tales riesgos de contraparte, de acuerdo con el análisis anterior.

## Cuentas de Garantía en Efectivo

En RMBS de EE. UU., las transacciones de FE sintético se basan en cuentas de garantías de efectivo para depositar e invertir los ingresos del pagaré para financiar los pagos de capital y pérdidas a los los bonos emitidos.

Los términos "Elegible" e "Inversiones Calificadas" se utilizan para dictar inversiones en lugar de activos gravados; sin embargo, la aplicabilidad de esta metodología para inversiones elegibles es la misma.

Si la exposición no se considera importante para la calificación, la calificación de los bonos de FE no estará limitada por la calificación de la contraparte. Si la exposición se considera importante, las calificaciones de FE se limitarán a la calificación aplicable de la contraparte o la calificación de FE que alcance los bonos de FE: lo que sea más alto, sin otorgar crédito a la función de la contraparte en la estructura.

Las siguientes secciones indican ejemplos y factores que la agencia evaluará cuando las disposiciones contractuales para mitigar el riesgo de contraparte no estén alineadas con esta metodología. Están destinados a ser indicativos únicamente, ya que la decisión final de calificación la toma un comité de la agencia que incorpora todas las circunstancias específicas de la transacción, además de aquellas descritas a continuación.

## Todas las Contrapartes Clave

### *Recursos se Establecen en Estándar más Alto que la Metodología de la Agencia*

En algunos casos, los documentos de transacciones pueden definir estándares más estrictos que los descritos en esta metodología. Por ejemplo, un detonante de reemplazo de contraparte para un riesgo primario en bonos de FE con calificación de AAA se puede establecer en una calificación de contraparte de AA, por encima de la expectativa de la agencia de una calificación de A. En tales casos, la agencia todavía esperaría que las partes de la transacción cumplieran con los documentos de la transacción y completaran las acciones correctivas establecidas en dichos documentos. Si la contraparte no cumple con los recursos contractuales, la agencia revisará la exposición, de acuerdo con la sección de ["Cuando las Contrapartes Incumplen con los Documentos"](#).

### *Los Detonantes Dejan de Aplicarse tras el Retiro de las Calificaciones de FE de Fitch*

Es posible que los documentos de transacción consideren detonantes de calificación contractuales que dejen de aplicarse si la agencia retira su calificación de los bonos de FE después del cierre de la transacción. La agencia considera que tales disposiciones no son relevantes para su opinión sobre la calificación de los bonos de FE.

### *Los Detonantes Dejan de Aplicarse tras el Retiro de las Calificaciones de Contraparte de Fitch*

Es posible que los documentos de la transacción proporcionen detonantes de calificación contractuales que dejen de aplicarse si la agencia retira la calificación existente de la contraparte, la cual está sujeta al detonante contractual, después del cierre de la transacción. La agencia considera que tales disposiciones no son relevantes para su opinión sobre la calificación de los bonos de FE, ya que no se supone el retiro de la calificación de la contraparte. Sin embargo, si la calificación de la contraparte termina por retirarse, la agencia revisará la exposición a una contraparte actualmente no calificada, de acuerdo con la sección ["Evaluación de Materialidad"](#).

### *Marco de Tiempo de Recuperación Más Largo que lo Esperado en la Metodología de Fitch*

La agencia considera que una extensión de los períodos de recuperación más allá de los especificados en esta metodología será negativa para el crédito, ya que un período prolongado expone la transacción de FE a un posible deterioro adicional del crédito de la contraparte y aumenta la exposición a la contraparte. En estos casos, la agencia revisará la exposición de acuerdo con la sección ["Evaluación de Materialidad"](#).

## TAB

### *Cuentas Fiduciarias y Monitoreo de EE. UU.*

En el monitoreo de las transacciones de FE de EE. UU., cuando los fondos de transacción realmente se mantienen en cuentas fiduciarias de acuerdo con la sección ["Riesgo Crediticio Inmaterial: TAB"](#) y los documentos permiten la opción, después de la inelegibilidad del TAB para transferir fondos de las cuentas de transacción a cuentas de depósito no confiables sin activadores de calificación o acciones correctivas de acuerdo con esta metodología, la agencia puede limitar las calificaciones de FE a la calificación aplicable del TAB, en caso de que los fondos se pasen de las cuentas fiduciarias a las cuentas de depósito no fiduciarias.

### *Inversiones Permitidas*

En el monitoreo de las transacciones de FE, cuando la documentación relacionada no esté de acuerdo con la sección ["Inversiones Permitidas"](#), la agencia preguntará si los fondos de la transacción se invierten acorde con la metodología. Si la agencia considera que la estrategia de inversión también se mantendrá en línea con la metodología de inversión calificada, esta inconsistencia se considerará inmaterial.

Cuando el plazo máximo de la inversión es de 90 días o un trimestre y los documentos de la transacción requieren de una calificación crediticia de al menos otra agencia de calificación reconocida internacionalmente y aprobada por la regulación, equivalente a la IDR de corto plazo de la agencia de F1+ o a una IDR de largo plazo de AA-, Fitch considerará como inmaterial las inconsistencias en la definición de inversión calificada entre esta metodología y el documento de transacción.

## CVB: Límite de Calificación

En cuanto a los CVB, si la exposición se considera importante, la calificación del CVB se limitará al punto de referencia de resolución o a la calificación de la contraparte, el que resulte más alto.

## Proveedor de Derivados

### Ausencia de Provisión de Garantía como Acción de Recuperación

Si no se prevé la inclusión de la garantía en la documentación de la transacción, la agencia evaluará la materialidad del derivado en las calificaciones de FE. Los siguientes ejemplos resumen los resultados de análisis de calificación más frecuentes cuando los arreglos de la transacción difieren de las expectativas descritas en esta metodología.

- **Swaps de Tasa Base:** Si el portafolio de activos y el interés en los bonos de FE están en índices diferentes, pero correlacionados, como el Euribor a un mes frente al Euribor a tres meses, o si tienen una frecuencia de restablecimiento similar, pero no exacta, como mensual frente a trimestral, por lo general, el riesgo resultante no es un factor clave en una transacción de FE. Por lo tanto, incluso si la agencia supone que el swap de tasa base no se puede reemplazar fácilmente, las calificaciones de FE generalmente no se restringirían por la calificación aplicable de la contraparte, si no se contemplan las disposiciones de inclusión de garantías.
- **Swap de Tasa de Interés:** El riesgo de tasa de interés es normalmente más substancial que un factor de riesgo de tasa base. Por lo tanto, el no otorgar la garantía es adverso, pero el perfil crediticio resultante puede seguir siendo mejor que la vinculación a la calificación de la contraparte. Como consecuencia, un comité podría concluir que los bonos de FE se podrían calificar algunos *notches* por encima de la calificación aplicable de la contraparte.
- **Swaps de Divisas:** El riesgo cambiario sin cobertura en las transacciones de FE rara vez es un factor de calificación marginal. La ausencia de provisiones de inclusión de garantías de derivados que cubran porciones significativas del activo calificado y la cobertura del riesgo de prepago o el riesgo de incumplimiento sobre el portafolio de activos podría, por lo tanto, hacer que se limitara la calificación aplicable de la contraparte o diera lugar a un alza muy limitada de la calificación aplicable de la contraparte.

### Garantía Insuficiente

En los casos en que las disposiciones de garantías documentadas pudieran conducir a una inclusión de garantías menor de la que estaría en línea con la metodología actual de la agencia, Fitch todavía puede calificar los bonos de FE por encima de la calificación aplicable de la contraparte si concluye que el perfil crediticio resultante es mejor que una exposición sin garantías a la contraparte o que se ha acumulado suficiente CE desde el inicio de la transacción.

## Cuando las Contrapartes Incumplen con los Documentos

### Antecedentes

Un supuesto clave en el que se basa esta metodología es que las partes de la transacción tomarán acciones de recuperación tal y como están contractualmente obligadas. Esto aplica incluso cuando los recursos se establecen según la sección "[Los Recursos se Establecen en un Estándar Más Alto que la Metodología de Fitch](#)".

En algunos casos, las partes de la transacción pueden ignorar o solo seguir parcialmente los recursos documentados prescritos. No aplicar las acciones correctivas, según lo acordado contractualmente, plantea dudas acerca del grado en que la calificación del bono de FE puede aislarse de la calificación de la contraparte y del cumplimiento futuro de dichas contrapartes. También es posible que no se incorporen en los documentos recursos adicionales que protejan la transacción de FE frente a un deterioro mayor en el perfil crediticio de la contraparte. En estos casos, la agencia colocará los bonos FE potencialmente afectados en Observación de calificación Negativa mientras se analiza por completo el efecto en las calificaciones.

En caso de que la calificación de una contraparte suba después a un nivel en línea con la calificación previamente documentada como en incumplimiento, la agencia supondrá que las futuras acciones correctivas tampoco estarán en cumplimiento, a menos que se reciba evidencia de lo contrario. Como resultado, las calificaciones de FE que se hayan limitado o reducido por la falta de acción de la contraparte no mejorarán a su nivel original.

### TAB

Para respaldar las calificaciones de FE que están por encima de la calificación aplicable del TAB, la agencia espera que la exposición crediticia sea inmaterial o que los recursos adecuados documentados estén en línea con esta metodología.

Si el TAB no aplica medidas correctivas según lo acordado contractualmente, la agencia podría considerar que las calificaciones de FE ya no están suficientemente aisladas de las de la contraparte. En estas circunstancias, si el TAB es un [Banco de Continuidad Operativa en FE](#), la agencia limitará la calificación de cada bono de FE a la calificación que resulte mayor de lo siguiente:

- La calificación aplicable del TAB; y

- La más baja de A+sf o cinco *notches* por encima de la calificación aplicable del TAB; o la calificación de FE implícita en el modelo derivado suponiendo una pérdida de las cantidades en riesgo que mantiene el TAB.

Cuando el TAB no es un [Banco de Continuidad Operativa en FE](#), la calificación de FE se limitará a la calificación aplicable de la contraparte.

#### Proveedor de Derivados

Cuando el proveedor de derivados no cumpla con los recursos documentados y la exposición sea importante para el análisis de calificación, la calificación de cada bono de FE se limitará a la calificación aplicable más alta de la contraparte, o bien, a la calificación de FE que se pueda respaldar con los flujos de caja de transacciones sin cobertura.

En el caso de una transacción de FE con una exposición de derivado relativamente limitada, como la de un *swap* de tasa base o niveles de CE significativos, la exposición puede considerarse inmaterial. Sin embargo, en otros casos, como tasa de interés fija/flotante o *swaps* de divisas, es probable que el derivado sea relevante para la calificación de FE.

#### Reestructuración de la Transacción que Reemplazan Curas Documentadas

Si las partes reestructuran una transacción con niveles de umbral más bajos para una acción de recuperación tras la degradación de una contraparte por debajo de un umbral contractual, la agencia evaluará la medida en la que estos niveles se respetarán realmente en el futuro, considerando la motivación de la reestructuración y los incentivos de las partes de la transacción.

Cuando la agencia concluya que se espera que se realice un seguimiento de los umbrales de recuperación modificados, las calificaciones de los bonos de FE considerarán los niveles de umbral más bajos de CRRT de la agencia, o Figura para proveedores de derivados, de las exposiciones relevantes. La transacción de FE se analizará como si los requisitos de recuperación documentados originales o reestructurados no existieran, si la agencia no espera que se respeten dichas disposiciones revisadas ni que se tomen medidas correctivas futuras.

## Aplicación de la Metodología para Calificaciones de Escalas Nacionales

### Antecedentes

Los principios de esta metodología se aplican a las calificaciones tanto a escala nacional como internacional. Las calificaciones a las que se hace referencia en la CRRT de la agencia se convertirán a la escala nacional utilizando la misma escala de letras. Por ejemplo, una contraparte elegible para un riesgo primario para una transacción de FE con calificación en categoría AAA en escala nacional, por lo general, se calificará por lo menos categoría A en escala nacional o F1, también en escala nacional.

Sin embargo, debido a la naturaleza específica de algunos mercados de escala nacional locales, la definición de una contraparte elegible podría ser distinta de este principio, como se divulgará en la metodología relevante en relación con el país involucrado. Por lo tanto, no se puede lograr una correlación exacta entre la escala nacional y las calificaciones de escala internacional para las calificaciones de FE. Por ejemplo, una contraparte puede estar alineada con la metodología para la escala nacional, pero no con la metodología para una escala internacional. Como consecuencia, las calificaciones en escala internacional del pagaré pueden estar limitadas a la calificación en escala internacional de la contraparte, mientras que las calificaciones en escala nacional del bono podrían exceder la calificación en escala nacional de la contraparte.

Cualquier límite de calificación de FE que resulte de una exposición de contraparte analizada en esta metodología también se aplica a las calificaciones a escala nacional. Sin embargo, para niveles que son el límite de una calificación de escala nacional, la agencia considerará las calificaciones de escala internacional máximas alcanzables, las circunstancias específicas del país individual y su escala de calificaciones nacional, que podría diferir en naturaleza a la escala de calificaciones internacional.

### Inversiones permitidas para Calificaciones a Escala Nacional

En el caso de las inversiones permitidas, se aplican las siguientes consideraciones especiales a las calificaciones a escala nacional:

#### Bonos Gubernamentales

Solo para las calificaciones a escala nacional, las inversiones permitidas incluyen cualquier obligación del gobierno garantizada, respaldada o emitida por el gobierno pertinente, sin límites de calificación especificados. Las obligaciones de estados locales o entidades públicas se excluyen si no están respaldadas o garantizadas por completo por el soberano. Se espera que las inversiones venzan de manera consistente con las disposiciones de esta metodología [*consulte "Inversiones Permitidas"*], con excepción de las *Letras*

*Financeiras do Tesouro* (LFT) de Brasil, dada su naturaleza de tipo variable con un restablecimiento diario que minimiza la exposición al riesgo de mercado.

### Fondos de Administración de Efectivo

El uso de fondos mutuos de administración de efectivo es común en muchas jurisdicciones. Por lo general, esos fondos están respaldados por bonos gubernamentales de alta calidad crediticia y de corto plazo. Sin embargo, las calificaciones de los fondos del mercado monetario (fmm) a menudo no están disponibles.

El análisis evaluará si el instrumento disponible para la transacción de FE cumple con el principio de conservación del capital y la liquidez oportuna en regiones en las que la agencia u otras NRSRO no asignan calificaciones de fmm. En ausencia de una calificación de fmm, el análisis puede basarse en las calificaciones de fondos de bonos de la agencia, siempre y cuando estos fondos tengan una calificación de sensibilidad de riesgo de mercado de S1 en escala nacional, como se define en la “[Metodología de Calificación de Fondos de Bonos](#)” junto con su evaluación de preservación del capital.

Los fondos, tales como *fundos de investimentos em renda fixa, ativos governamentais, referenciado di, liquidez diária*, en Brasil, los fondos a la vista, en Colombia, los fondos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo gubernamental, en México, o bien, los fondos mutuos de deuda de corto plazo, con duración de no más de 90 días, en Chile, no requerirán de una calificación, a raíz de que estos fondos generalmente cumplen con los principios de preservación de capital y alta liquidez. La inclusión de cualquier otro fondo no calificado que no se enliste anteriormente se considerará como una variación de la metodología.

### Agentes de Pago

Solamente si el período de espera es de dos días hábiles o menos inmediatamente después de la fecha de pago, Fitch evaluará a los agentes de pago acorde con otras contrapartes operacionales y no aplicará ninguna calificación de contraparte mínima. Si el período de espera tarda más de dos días hábiles, Fitch evaluará la exposición como de riesgo primario y contará con que el agente de pago tuviera el riesgo primario mínimo todo el tiempo, incluyendo acciones remediales tras una baja de calificación, en línea con la CRRT de Fitch.

## Aplicación de la Metodología en el Monitoreo

Durante el monitoreo de las calificaciones existentes, la agencia vigilará los cambios en las calificaciones de contraparte y la implementación de acciones correctivas. Se completará un análisis actualizado de un riesgo de contraparte si se identifica un cambio relevante relacionado con las contrapartes, el entorno legislativo, los documentos de la transacción o de esta metodología.

## Variaciones Metodológicas

Las metodologías de la agencia están diseñadas para utilizarse en portafolio con un juicio analítico experimentado ejercido a través del proceso de un comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción y la divulgación completa mediante un comentario de calificación fortalecen el proceso de calificación de la agencia, a la vez que contribuyen a la comprensión por parte de los participantes del mercado del análisis de calificación.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de esta metodología para que refleje los riesgos de una transacción en específico. Estos ajustes se denominan variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluido el impacto sobre la calificación cuando corresponda.

Un comité de calificación puede aprobar una variación si el riesgo, un aspecto u otro factor relevante para la asignación de calificación, así como la metodología aplicada, están incluidos dentro del alcance de la metodología, pero el análisis descrito en esta requiera modificaciones a fin de abordar factores específicos para la transacción en particular.

## Limitaciones

Las calificaciones de la agencia, incluidas las Observaciones y Perspectivas de calificación, están sujetas a las limitaciones especificadas en la sección de “[Definiciones de las Calificaciones](#)” de la agencia.

Las calificaciones dentro del alcance de esta metodología también están sujetas a las limitaciones específicas que se indican a continuación:

- El riesgo de contraparte está analizado de forma individual para cada transacción. Una transacción que no refleja todos los elementos de esta metodología aún se puede calificar, si la agencia determina que hay suficientes mitigantes estructurales establecidos para abordar el riesgo de contraparte.
- El análisis del riesgo de contraparte que realiza la agencia está influenciado por la fortaleza crediticia de una contraparte en particular, además de la claridad y solidez de la documentación

contractual que obliga a la contraparte a la transacción. Sin la documentación necesaria, de acuerdo con la metodología de la agencia, incluidos mecanismos de reemplazo de contraparte claros, procedimientos de establecimiento de garantías bien documentados y marcos de tiempo de reemplazo realistas, entre otros, la agencia puede elegir no calificar los bonos de FE, o limitar la calificación de los bonos de FE a la calificación de la contraparte.

## Actualización de Metodología

La metodología de la agencia puede cambiar después de un análisis posterior, e incorporar nuevos datos o reflejar nuevos desarrollos en el mercado.

Si la documentación de la transacción refleja la metodología de la agencia, dichos documentos, por lo general, reflejarán la metodología aplicable en el momento del cierre de la transacción. Esto significa que, por lo general, no hay una obligación contractual por parte de la contraparte de actuar de forma coherente con la metodología revisada futura, salvo que las partes de la transacción hayan escogido actualizar su documentación. Como consecuencia, hay riesgo de que las transacciones estén sujetas a una acción de calificación adversa en el caso de que la metodología revisada se vuelva más conservadora, salvo que las contrapartes elijan reflejar la metodología revisada. La agencia revisa la documentación para verificar la coherencia con la metodología y evalúa si la documentación de la transacción es específica e independiente. La documentación no debe basarse en las referencias a la metodología de la agencia o en los aportes de terceros.

## Fuentes de Datos

El análisis de la agencia se basa en la información proporcionada por el emisor o el intermediario, si lo hay. El proceso de calificación también puede incorporar información públicamente disponible o información proporcionada por otras fuentes de terceros. La agencia divulgará otras fuentes relevantes si son importantes para la calificación.

## Apéndice 1: Reservas de Efectivo que Cubren el PIR

### Reservas de Liquidez no Amortizables/Reservas con Monto Objetivo de Porcentaje Fijo

Para reservas de liquidez no amortizables o con un objetivo que permanece estable como porcentaje del saldo de los bonos de FE en circulación, la agencia realizará un análisis de tipo “punto en el tiempo” (*point-in-time*) para probar la cobertura total del monto de exposición al PIR. Esta evaluación se aplicará a las nuevas calificaciones o cuando el enfoque en esta metodología se aplique primero y no se repetirá en revisiones futuras si la tasa de interés real está por debajo de la tasa de equilibrio.

### Reservas de Liquidez con Monto Objetivo Relativo Drecreciente

Para reservas de liquidez amortizables en las cuales el monto objetivo disminuye como un porcentaje del saldo de los bonos de FE en circulación o en los que la disponibilidad de la reserva puede erosionarse, la agencia realizará una evaluación caso por caso, dependiendo de las características de amortización y reposición de la reserva, para probar la cobertura total durante el tiempo de vida de la transacción en su modelo de flujo de efectivo u otra herramienta importante.

### Reservas de Liquidez Dinámica

Para reservas dinámicas (las reservas que se ajustan periódicamente para reflejar los pagos esperados del portafolio de activos) es suficiente calcular los pagos de intereses basados en la tasa de interés de referencia actual, dado que un ambiente de tasa de interés creciente está protegido por las disposiciones de recalibración en curso bajo el contrato de reserva. La agencia espera que la contraparte de recalibración tenga calificaciones de riesgo primarias mínimas en todo momento, incluidas acciones correctivas tras la pérdida de dichas calificaciones, de acuerdo con la CRRT de la agencia.

### Reservas de Liquidez que Cubren las Pérdidas del Portafolios de Activos

Si también se puede utilizar una reserva de efectivo para cubrir las pérdidas de crédito (lo que significa que la reserva de efectivo no está solo dedicada a proporcionar apoyo) podría no estar disponible para cubrir el riesgo de PIR si ya se vació antes debido a un desempeño deficiente del portafolio de activos.

Para la asignación de nuevas calificaciones, la agencia evaluará la cobertura completa de la exposición al PIR en cualquier momento durante la vida proyectada de la transacción mediante la ejecución del modelo de flujo de caja. Si no se realiza ningún modelado de flujo de caja, el análisis comprobará que el margen de exceso disponible sea suficiente para cubrir la pérdida de crédito que agotaría la reserva. En ambos casos, esta evaluación de PIR se lleva a cabo bajo supuestos de estrés en el nivel de calificación del bono de FE, lo que incluye, si corresponde, niveles de incumplimiento de estrés, plazos predeterminados, tasas de interés y situaciones de prepago que son factores de la calificación de FE.

Para el monitoreo de las calificaciones existentes:

- La agencia evaluará la cobertura total del monto de exposición al PIR bajo situaciones de estrés de calificación que un comité de crédito de la agencia considere relevantes, contra el monto de reserva actual junto con una evaluación de su cobertura continua en el corto a mediano plazo (en la mayoría de los casos, dos a tres años) en vista del desempeño de la transacción de FE, el exceso de margen disponible y otras fuentes de liquidez.
- Es necesario realizar un análisis de cobertura a largo plazo antes de poder mejorar la calificación de los bonos de FE para evitar posibles fluctuaciones de calificación derivadas de los cambios de rendimiento a corto plazo. Para las transacciones de FE con un historial de desempeño prolongado de cinco años o más, una reserva que haya proporcionado de forma coherente cobertura completa de la exposición al PIR y ninguna expectativa de mediano a largo plazo de que la cobertura de reserva caiga por debajo de la exposición al PIR, la agencia podría no ver la naturaleza no dedicada de la reserva como un límite a las calificaciones de los bonos de FE si proporciona cobertura completa.

### Reservas o Líneas de Liquidez que Cubran Otros Pagos Subordinados

Cuando la reserva o línea de liquidez también se puede utilizar para otros pagos en la cascada, además de los necesarios para evitar un evento de incumplimiento en los bonos de FE, como un cupón en los bonos subordinados, incluso cuando se pueden diferir, estas se incluirán en el monto de exposición del PIR si el período del PIR es superior a un período de pago.

## Apéndice 2: Determinación de la Pérdida por Mezcla de Efectivo

Cuando se calcula el tamaño de una pérdida de mezcla, la agencia determina primero el monto de exposición mensual de mezcla. Esto se ajusta entonces al período de mezcla real de la transacción de FE. La exposición ajustada resultante se aplica como pérdida en el análisis de la transacción de FE.

### Cantidad de la Exposición por Mezcla de Efectivo

Para las nuevas calificaciones, la agencia calcula el monto de exposición de mezcla mensual como el promedio de los primeros 12 meses de los siguientes elementos:

- a) cobros principales calendarizados del portafolio de activos;
- b) los prepagos principales voluntarios previstos, con base en los datos históricos de prepago. En el caso de los CVB, a falta de datos históricos, la agencia utilizará el promedio entre las situaciones de modelado de prepago "alto" y "bajo", en las suposiciones "B";
- c) los pagos de intereses calendarizados, recortados según los pagos anticipados esperados. Para los pagos de interés de tasas variables, la agencia aplicará la más alta de sus tasas de equilibrio y la tasa actual recibida en el portafolio para pagos de intereses que son calculados con base en una tasa flotante;
- d) las pérdidas del portafolio de activos específicas de la categoría de calificación; por ejemplo, la exposición de mezcla estimada de 5% se puede ajustar por pérdidas del portafolio de activos de un 20% a 4%.

Los meses con pagos únicos, como pagos finales o de vencimiento final, se excluyen de (a) lo anterior y el período para el cálculo promedio debe aumentar en la cantidad de meses excluidos para mantener un promedio de 12 meses. Por ejemplo, el promedio de los primeros 13 meses se utiliza si se excluye un mes.

Para el monitoreo de las calificaciones, la agencia utilizará la cantidad de exposición calculada para las nuevas calificaciones o la exposición de compensación calculada para la última revisión de transacción reajustada para que refleje la nueva amortización del portafolio de activos. En ambos casos, la verosimilitud de la cantidad se debe comprobar con el informe del administrador si es significativamente diferente, por lo general, desviaciones de 20% o más ajustadas para reflejar los cobros observados. Los picos de pagos únicos se excluyen al comparar las cantidades de exposición de mezcla calculadas para los cobros en función del informe del administrador.

### Período de Mezcla

Una vez que la agencia determina la exposición de mezcla mensual, se ajusta al período real en que los fondos están en riesgo de mezclarse en la transacción de FE. Por lo general, esto equivale al tiempo que los cobros permanecen con las entidades de riesgo [consultar Figura ] antes de que se transfieran al TAB. Las fracciones del mes se calculan como el número de días de exposición dividido por 30,5. Si un período de exposición de compensación y mezcla supera un mes por menos de una semana, solo se considera una exposición de un mes.

### Pérdida de Mezcla

La agencia incorporará una de las siguientes pérdidas de mezcla calculadas en su análisis:

- En el modelo de flujo de efectivo, por lo general, mediante la deducción del componente principal y de prepago de la exposición de mezcla (elementos "a" y "b" anteriores) del saldo del activo al comienzo del período analizado en el modelado de flujo de caja;
- En las clases de activos en las que no se utiliza un modelo de flujo de caja, todo el monto de exposición de mezcla (elementos del "a" al "d" anteriores) se contabilizará como una pérdida adicional en el modelado de los activos.

Cuando la naturaleza del modelo hace que el primer enfoque sea poco factible, o cuando la agencia determina que la estructura de la transacción de FE justifica un tiempo o una aplicación diferentes de esta pérdida, un comité de crédito de la agencia podría decidir ajustar este enfoque.

La pérdida de mezcla es igual a la cantidad de exposición ajustada para el período de mezcla correspondiente, neta de cualquier reserva dedicada para cubrir el riesgo. Para las reservas de efectivo no dedicadas exclusivamente a pérdidas de mezcla, la agencia las modelará para probar si están disponibles para cubrir la pérdida de mezcla.

### CVB: Exposición de Mezcla

Cuando se evalúa el tamaño de la exposición de mezcla de los CVB, los elementos a), b) y c) se calcularán en el primer período después de la fecha de corte del fondo conjunto y se basarán en un fondo conjunto de cobertura notional escalado a la baja para que el OC coincida con el OC de punto de equilibrio de la calificación asignada.

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 Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) bajo el apartado de Definiciones de Calificación. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo que 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 USD 1,000 a 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 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.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

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".

Derechos de autor © 2022 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.