

Metodología de Calificación de Bursatilización de Cuentas Comerciales por Cobrar

Metodología de Calificación de Sector Específico

Alcance

Este informe describe el enfoque analítico que Fitch Ratings aplica cuando califica una transacción respaldada por una cartera de cuentas comerciales por cobrar a corto plazo, o bien, por factoraje (*factoring*) de cuentas comerciales por cobrar. La metodología se aplica a cuentas comerciales por cobrar existentes, es decir, cuando se ha emitido una factura por bienes entregados o servicios prestados por parte del vendedor a los clientes finales.

La metodología no es apropiada para, y no se aplica a, futuras cuentas comerciales por cobrar que dependen de que el vendedor preste los servicios o produzca los bienes antes de emitir las facturas. Se aplica a calificaciones nuevas y existentes, así como a calificaciones asignadas en la escala nacional específica del país.

La metodología en este informe complementa y se aplica en conjunto con las metodologías relacionadas. Los factores clave de calificación que se presentan a continuación son de igual importancia para el análisis.

Factores Clave de Calificación

Análisis del Riesgo de la Cartera: El riesgo de dilución y el incumplimiento del deudor son las evaluaciones claves en el análisis cuantitativo de Fitch. Los riesgos se evalúan de forma regular en función del desempeño más reciente de la cartera, debido a la naturaleza de corto plazo y el rápido perfil de pago de las cuentas comerciales por cobrar. En consecuencia, la mejora crediticia o las reservas son dinámicas, en lugar de constantes, y se ajustan durante el plazo de la transacción para reflejar las últimas características de la cartera.

Fitch también analiza las características del portafolio de cuentas comerciales por cobrar, incluyendo los términos de pago de las facturas, su granularidad y la exposición a grandes deudores o a un sector en particular.

Riesgos de Originación y Administración: Las características de corto plazo de las cuentas comerciales por cobrar y la naturaleza altamente rotativa de estas transacciones implican que las calificaciones asignadas a las transacciones de cuentas comerciales por cobrar están parcialmente vinculadas a la calidad crediticia del originador. La estrategia comercial del originador, sus políticas de crédito y cobranza, y las características estructurales diseñadas para mitigar los riesgos de originación y administración contribuyen a la magnitud del vínculo.

Características Estructurales: Fitch revisa las características estructurales de la transacción que buscan proteger la calidad de los activos y minimizar el riesgo de una gran desviación de la cartera, en comparación con la inicial. Las características estructurales clave incluyen los criterios de elegibilidad, detonantes de amortización anticipada y las reservas de costo de retorno e interés; estos abordan la naturaleza no generadora de interés de las cuentas comerciales por cobrar para cubrir los gastos de la transacción y el pago de intereses de las notas emitidas, entre otras cosas.

Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Enfoque para Calificar Transacciones de Cuentas Comerciales por Cobrar	2
Seguimiento	2
Análisis del Riesgo de la Cartera	2
Originación y Administración	8
Características Estructurales	10
Riesgo de Contraparte	15
Estructura Legal y Opiniones	15
Revisión del Originador	15
Sensibilidad a los Supuestos de Calificación	16
Limitaciones	16
Variaciones Metodológicas	16
Apéndice 1: Ejemplo Ilustrativo: Cálculo de Reserva Dinámica en el Nivel de Calificación 'AAsf'	17
Apéndice 2: Fuentes de Datos	21
Apéndice 3: Criterios Comunes de Elegibilidad en Transacciones	23

Este documento es una traducción del reporte en inglés titulado "Trade Receivables Securitisation Rating Criteria", publicado el 7 de julio de 2021.

Metodologías Relacionadas

- [Metodología de Calificación de Contraparte de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos \(Abril 2020\)](#)
- [Metodología de Calificación de Contraparte de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Apéndice de Derivados \(Abril 2020\)](#)
- [Structured Finance and Covered Bonds Country Risk Rating Criteria \(September 2020\)](#)
- [Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(Marzo 2021\)](#)
- [Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Diciembre 2020\)](#)

Analistas

Hebbertt Soares
+55 11 4504 2218
hebbertt.soares@fitchratings.com

Joanne Wong-Bund
+44 20 3530 1077
joanne.wong@fitchratings.com

Ian Rasmussen
+1 212 908 0232
ian.rasmussen@fitchratings.com

Vanessa Roveri Brondino
+55 11 4504 2614
vanessa.roveribrondino@fitchratings.com

Enfoque para Calificar Transacciones de Cuentas Comerciales por Cobrar

Las cuentas comerciales por cobrar tienen características únicas que las diferencian de otras clases de activos. Las características de un portafolio de cuentas comerciales por cobrar varían de empresa a empresa y se ven fuertemente influenciadas por la industria y la práctica comercial. Por lo general, las cuentas comerciales por cobrar son una obligación a corto plazo con un plazo de 30 a 90 días después de la fecha de emisión de la factura. La naturaleza de corto plazo y la rápida tasa de pago significan que las transacciones tienden a tener un período revolvente largo y la mejora crediticia se reevalúa y reajusta de manera regular en cada fecha de compra de cartera. La evaluación constante de la cartera da como resultado un mecanismo dinámico en el que se necesita una mayor mejora crediticia a medida que aumenta el riesgo de la cartera y una menor mejora crediticia a medida que mejora la calidad de la cartera.

Fitch utiliza un enfoque basado en fórmulas para evaluar la mejora crediticia dinámica disponible en la transacción. Este cálculo se realiza con un Modelo de Cuentas Comerciales por Cobrar que replica el cálculo de reserva dinámica que se explica en esta metodología. Los emisores ajustan constantemente el monto de la mejora crediticia en respuesta a los cambios en el desempeño del colateral. Cuando las reservas o la mejora crediticia no se ajustan de manera dinámica, Fitch evalúa si las transacciones ofrecen características, tales como detonantes de amortización temprana basados en el desempeño de los activos, para proteger a los tenedores de los bonos del deterioro continuo del desempeño de los activos en la cartera revolvente. En estos casos, el enfoque de calificación de Fitch evalúa la protección que tales características estructurales proporcionan en comparación con la protección que ofrecen los mecanismos de reserva dinámica, no solo durante el período más reciente analizado, sino también durante el período histórico de información que proporciona el originador, si es lo suficientemente largo.

Fitch analiza tanto los riesgos de la cartera como los riesgos estructurales cuando se califican bursatilizaciones de cuentas comerciales por cobrar. Los riesgos de los activos incluyen los riesgos asociados con el incumplimiento de los deudores que adeudan pagos y el no pago de reclamaciones no relacionadas con la solvencia de los deudores, por ejemplo, devolución de productos, facturas mal cobradas y descuentos que el vendedor ofrece a los clientes que realizan compras al por mayor. Los riesgos estructurales inherentes a las bursatilizaciones de cuentas comerciales por cobrar incluyen el riesgo de calce en el flujo de efectivo causado por el descalce del vencimiento entre el activo y los valores emitidos, y el descalce en la tasa de interés entre las cuentas comerciales por cobrar y las notas emitidas. Las cuentas comerciales por cobrar no suelen generar intereses, y parte de la cobranza se utilizará para cumplir con el pago de intereses que surgen de las notas.

Seguimiento

El seguimiento de las estructuras calificadas incluirá una evaluación cualitativa de la cartera, así como el cálculo de reserva dinámica, tal como se describe a continuación. Para transacciones con mejora crediticia (CE; *credit enhancement*) fija, además del resultado de la reserva dinámica que se comparará con la CE fija proporcionada por la estructura, la volatilidad de los resultados durante el período de seguimiento y, en ciertos casos, incluso en lo que respecta a los datos históricos previos al cierre de la transacción, también serán cruciales para determinar la idoneidad de las calificaciones asignadas. Además, para ambos tipos de estructuras, Fitch verificará si se infringió alguno de los detonantes de desempeño y si los procesos y sistemas del originador han funcionado correctamente.

Análisis del Riesgo de la Cartera

Cuando se evalúa un portafolio de cuentas comerciales por cobrar, Fitch realiza un análisis de tendencias específico del emisor para determinar el desempeño histórico de las cuentas comerciales por cobrar. La información histórica sobre cuentas comerciales por cobrar morosas e incobrables proporciona una perspectiva importante de la política de originación y administración del originador. Las condiciones de pago de las cuentas comerciales por cobrar son definidas por las facturas de ventas y se refieren a acuerdos bilaterales entre una empresa y sus clientes. La práctica de la industria y la estrategia comercial de un determinado originador

tiende a influir en las características de las cuentas comerciales por cobrar. Por ejemplo, la información histórica puede indicar si el originador relajó o no las condiciones de crédito para aumentar las ventas.

Formas típicas de mejoras crediticias proporcionadas son la sobrecolateralización (OC; *overcollateralisation*) y cuentas de reserva. El enfoque de Fitch para evaluar la mejora crediticia implica la aplicación de factores de estrés a la información de desempeño más reciente del portafolio de cuentas comerciales por cobrar. Fitch evaluará la forma en la que se determina la mejora crediticia en los documentos de la transacción y la comparará con la evaluación de Fitch de la mejora crediticia dinámica. A continuación, se analiza el cálculo del mecanismo de reserva dinámica, que sirve como índice referencia para el análisis de Fitch.

Análisis de Incumplimiento

En la evaluación de la calidad crediticia del portafolio de cuentas comerciales por cobrar, Fitch revisará el esquema de cosechas de las cuentas comerciales por cobrar de los últimos tres a cinco años.

Las partes que realizan la transacción seleccionan una fecha técnica de incumplimiento que se define en los documentos de la transacción, después de la cual se considera que la cuenta incurrió en incumplimiento y que se ha convertido en un activo no elegible; por lo tanto, no puede proporcionar OC. Por lo general, esto se puede establecer en 60 o 90 días después de la fecha de vencimiento original de la factura. El monto de las cuentas comerciales por cobrar en incumplimiento en cualquier mes se compara con los niveles de ventas en el mes en que se generaron dichas cuentas comerciales por cobrar. La razón de incumplimiento mensual se usa luego para determinar una razón de pérdidas, que es el porcentaje del portafolio de cuentas comerciales por cobrar elegible que se espera incumpla. A continuación, se detalla la evaluación dinámica de Fitch de la reserva de pérdidas para cubrir la pérdida esperada de una cartera.

Reserva de Pérdida = (Multiplicador de Calificación x Razón de Pérdida x Razón de Horizonte de Pérdida) + Factor de Volatilidad de Incumplimiento

Multiplicador de Calificación

El multiplicador de calificación se utiliza para agregar un múltiplo de estrés a la razón de pérdida, proporcional al nivel de calificación de la transacción [ver *tabla a continuación*]. Aborda el riesgo de que el desempeño actual de la pérdida sea peor que el del portafolio actual desde la fecha de análisis hasta la próxima fecha de compra. Los multiplicadores de calificación son más bajos que en otras clases de activos para el mismo nivel de calificación.

Fitch cree que los niveles son apropiados debido a la naturaleza de corto plazo de las cuentas comerciales por cobrar, en la que el portafolio de activos, generalmente, se paga en un plazo de 30 a 60 días (por lo tanto, el período durante el cual la transacción puede sufrir pérdidas es menor que en otras clases de activos). El concepto de apoyo crediticio dinámico, que permite ajustar con frecuencia el nivel de mejora crediticia para reflejar la desviación mensual del desempeño, así como la no consideración en el análisis de Fitch de la cobranza de las cuentas comerciales por cobrar que surge después de un incumplimiento técnico o del efectivo cobrado en cuentas comerciales por cobrar no elegibles mantenidas en el vehículo de propósito especial (SPV; *special-purpose vehicle*), aunque estas cobranzas beneficiarán la transacción.

Multiplicadores de Calificación

AAAsf	2,50
AAsf	2,25
Asf	2,00
BBBsf	1,75
BBsf	1,35
Bsf	1,00

Fuente: Fitch Ratings

Consideraciones de Riesgo del País: Fitch aplicará estreses mayores si los activos se ubican en países con mayor riesgo de volatilidad macroeconómica o riesgo por evento. Por lo general, este es el caso de países sujetos a un límite máximo de calificación, debido al riesgo soberano y, por

lo general, resultará en estreses que superan el múltiplo que se muestra en la tabla “Multiplicadores de Calificación”, hasta por dos categorías de calificación (y hasta por tres para mercados emergentes).

Por ejemplo, si el límite máximo se estableció en ‘BBBsf’ en un país de mercado emergente, Fitch miraría la fila ‘AAAsf’ de la tabla anterior para calificar la transacción en ‘BBBsf’. [Para más detalles sobre las consideraciones de riesgo del país, ver reporte de Fitch “Structured Finance and Covered Bonds Country Risk Rating Criteria”].

Consideraciones para Escala Nacional: Similar al tratamiento descrito en el párrafo anterior, se utilizarán múltiplos más altos para las calificaciones en escala nacional. Las calificaciones en categoría AAA(nac) son equivalentes a los mejores créditos de un país en particular. Como ejemplo, para asignar una calificación de AAA(nac) en un país en el que esta calificación en escala nacional está alineada con una calificación de BBB– en escala internacional, se debe aplicar un estrés de hasta tres categorías por encima del límite máximo de calificación, como se describe en el párrafo anterior.

Lo anterior llevaría a un estrés de calificación de AAAsf, lo que significa que se debe utilizar la fila ‘AAAsf’ de la tabla anterior de “Multiplicadores de Calificación”. Los múltiplos para otros escenarios de calificación se ajustarán en consecuencia mediante interpolación, suponiendo que ambas escalas convergerán en ‘Bsf’ (en el que un multiplicador de calificación se define en 1x). [Para más detalles sobre las calificaciones en escala nacional, ver reporte de Fitch “Metodología de Calificación en Escala Nacional”].

A pesar de lo anterior, las transacciones calificadas en escala nacional pueden involucrar a originadores (por ejemplo, empresas multinacionales) calificados al nivel o por sobre la calificación más alta de las notas emitidas. Además de reducir la probabilidad de sustituciones en la administración, Fitch considera que es más probable que una entidad con una calificación más alta que la de las notas preferentes proporcione apoyo (por ejemplo, mediante la recompra de activos o la entrega de más flujos de efectivo a través de la renuncia a tarifas de administración), lo que puede dar como resultado la aplicación de múltiplos de incumplimiento más bajos que los que aparecen en la tabla de “Múltiplos de Calificación”.

Razón de Pérdida

Fitch mide la razón mensual de incumplimiento mediante la división de las cuentas comerciales por cobrar en incumplimiento más las cuentas comerciales por cobrar castigadas antes de la fecha de incumplimiento definida por el total de ventas a crédito en el mes en el que se generaron las cuentas comerciales por cobrar incumplidas. Esta razón de incumplimiento es un indicador de la pérdida esperada que se produciría en las ventas de un mes. Por ejemplo, si suponemos un plazo de pago promedio ponderado de 30 días y, usando cuentas comerciales por cobrar en el segmento de morosidad de 91 a 120 días como indicador de incumplimiento definido en la transacción, la razón de incumplimiento abarcaría todas las cuentas comerciales por cobrar que hayan alcanzado el rango de 91 a 120 días de mora, más cualquier cuenta identificada como castigada antes de los 91 días de morosidad como porcentaje de las ventas que tuvieron lugar cuatro meses antes.

Las ventas de un mes anterior se utilizan para dar cuenta del transcurso del tiempo de las cuentas comerciales por cobrar cuando se evalúan las razones de incumplimiento mensuales.

Luego, Fitch calcula la razón de pérdida de un portafolio como el promedio móvil de tres meses consecutivos de la razón de incumplimiento en los últimos 12 meses. Como resultado, la mejora crediticia se ajustará rápidamente ante un deterioro en el desempeño de la cartera, pero necesitarán 12 meses de buen desempeño para eliminar el efecto del peor trimestre.

Razón de Horizonte de Pérdida

El horizonte de pérdida es el tiempo después del cual la cuenta comercial por cobrar no es elegible para proporcionar OC. El horizonte de pérdida se define en los documentos de la transacción. Fitch mide el horizonte de pérdida como la suma del plazo de pago promedio ponderado y el número de días durante los cuales las cuentas comerciales por cobrar están morosas, pero no han incurrido en incumplimiento. Por ejemplo, si suponemos un plazo de pago de 30 días y cuentas comerciales por cobrar que se consideran en incumplimiento cuando se ubican en el segmento de morosidad de 91 a 120 días (es decir, las facturas que vencieron

después de 91 días que se consideran activos no elegibles), el horizonte de pérdida es de alrededor de cuatro meses ($30 + 91 = 121$ días).

Fitch calcula la razón de horizonte de pérdida como las ventas a crédito acumuladas que se produjeron durante el horizonte de pérdida dividido por el saldo final de las cuentas comerciales por cobrar elegibles.

La razón de horizonte de pérdida, junto con la razón de pérdida, cuantifica el monto de las cuentas comerciales por cobrar incluidas en la cartera actual que, probablemente, generarán pérdidas.

El cálculo anterior supone que el desempeño actualizado del portafolio está disponible para calcular el nivel de mejora crediticia en cada fecha de compra de cuentas comerciales por cobrar. Si las ventas de cuentas comerciales por cobrar se realizan con más frecuencia que el cálculo de la mejora crediticia dinámica, se agregará un mes adicional de ventas al horizonte de pérdidas para tener en cuenta el desempeño dentro del mes (asumiendo un cálculo mensual). Si las ventas ocurren una vez al mes y la mejora crediticia se calcula en función del desempeño del mes más reciente, no se realizará ningún ajuste para aumentar el horizonte de pérdida.

Factor de Volatilidad de Incumplimiento

Este factor de volatilidad tiene como objetivo proteger a los tenedores de los bonos de incrementos que ocurren después de un período de desempeño relativamente estable y para suavizar las posibles disminuciones de la reserva de pérdida.

El factor de volatilidad de incumplimiento se calcula como la desviación estándar de 12 meses de la razón mensual de incumplimiento, multiplicado por dos. Para nuevas transacciones o transacciones con historial de datos menores de 12 meses posteriores al cierre de la transacción, Fitch buscará los datos de desempeño antes del cierre de la transacción para calcular el factor de volatilidad. Por ejemplo, para una transacción que cerró en enero, solo hay un punto de datos al final del primer mes después del cierre. Por lo tanto, la agencia buscará los datos antes del cierre (desde febrero hasta diciembre del año anterior) para garantizar que haya suficientes puntos de datos disponibles para calcular el factor de volatilidad.

La reserva de pérdida específica para cada nivel de calificación se deriva de la interpolación lineal entre los múltiplos de estrés aplicables a las categorías de calificación adyacentes. Como por lo general hay dos niveles de calificación entre las categorías de calificación, la diferencia entre niveles de calificación son un tercio de la diferencia entre las categorías. Lo mismo se aplica para el nivel 'AA+sf', sería un tercio de la diferencia entre 'AAsf' y 'AAAsf'. Esto supone un modificador menos implícito para 'AAAsf' e implica un caso remoto más fuerte para la calificación más alta.

Exposición a Deudores Grandes

Fitch analiza el portafolio de cuentas comerciales por cobrar para determinar si los deudores están bien diversificados por ubicación geográfica y, si corresponde, por sector industrial. Un portafolio de cuentas comerciales por cobrar debe representar un tipo de activo homogéneo, idealmente con un gran número de deudores, cada uno de los cuales representa una pequeña proporción del portafolio. En la práctica, esto no sucede en muchas transacciones, aunque algunas transacciones de servicios públicos, como la bursatilización de las facturas telefónicas o de electricidad, por ejemplo, tienen portafolios con un alto número de deudores.

El mecanismo de reserva de pérdida dinámico garantiza una reserva suficiente para cubrir la pérdida esperada de la cartera, pero no puede contemplar el incumplimiento de deudores grandes. Fitch examinará el límite permitido del deudor en la transacción y evaluará si la reserva de pérdida es suficiente para cubrir una exposición de deudores grandes en ciertos casos de calificación.

La reserva de pérdida mínima es la mayor entre las dos siguientes: el cálculo de reserva de pérdida basado en las características de la cartera y la reserva necesaria para cubrir el incumplimiento de deudores grandes.

Para cada escenario de calificación, Fitch supone que una determinada cantidad de deudores incumplirá y que la reserva de pérdidas debería ser suficiente para cubrir el incumplimiento de cierto número de los mayores deudores (consulte la siguiente tabla). Por ejemplo, la reserva de

pérdida para una transacción calificada en 'AAAsf' debe ser capaz de soportar el incumplimiento de uno de los deudores con calificación 'AAA', dos deudores calificados en la categoría de calificación de AA, tres deudores calificados en la categoría A, cuatro deudores calificados en la categoría BBB, seis deudores calificados en la categoría BB, ocho deudores calificados en la categoría B o 10 deudores sin calificación, lo que sea mayor. La reserva es el resultado más alto que se produce cuando se multiplica el número de deudores que se espera cubrir, tal como se muestra en la siguiente tabla, y el límite de concentración permitido por la transacción para los deudores, tal como se especifica en los documentos de la transacción. Si un deudor solo tiene una calificación de corto plazo, Fitch la tomará en cuenta según la correspondencia con la calificación de largo plazo.

En caso de que haya más de una calificación de largo plazo respectiva a una calificación de corto plazo determinada, se utilizará la calificación más baja.

Matriz de Cobertura de Deudores

Calificación más Alta de la Transacción	AAAsf	AAsf	Asf	BBBsf	BBsf	Bsf
Calificación del Deudor						
AAA	1	0	0	0	0	0
AA- a AA+	2	1	0	0	0	0
A- a+	3	2	1	0	0	0
BBB- a BBB+	4	3	2	1	0	0
BB- a BB+	6	5	4	2	1	0
B+ a B-	8	6	5	4	2	1
Sin Calificación	10	8	6	5	3	1

Fuente: Fitch Ratings

Para niveles específicos de calificación, la prueba de cobertura de deudores interpolará la cantidad de deudores que se cubrirán entre las categorías de calificación adyacentes. Como por lo general hay una diferencia de dos niveles entre las categorías de calificación, la diferencia entre niveles de calificación se calcula como un tercio de la diferencia entre las categorías, las cuales se redondean hacia arriba para evitar el cálculo parcial de la cobertura. Lo mismo se aplica para el nivel AA+sf, sería un tercio de la diferencia entre los niveles AAsf y AAAsf. Esto supone un modificador menos implícito para el nivel AAAsf e implica un caso remoto más fuerte para la calificación más alta.

Consideraciones de Riesgo del País: Para los deudores no calificados, si las transacciones se califican en países sujetos a un límite máximo de calificación, Fitch aplicará una cobertura de deudores acorde a dos o tres categorías de calificación por sobre el límite máximo (hasta AAAsf) en el nivel del límite máximo de calificación. Este estrés adicional no se aplicará a los niveles de calificación acordes con la calificación de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*) del soberano o con calificaciones inferiores. Para las calificaciones entre el límite máximo de calificación y el IDR del soberano, la concentración de deudores que se debe aplicar será el resultado de la interpolación lineal entre estos dos niveles. Los deudores con calificación CCC- tendrán el mismo tratamiento que los deudores sin calificación.

Como ejemplo de lo anterior, para un país de mercado emergente calificado en BB con un límite máximo de calificación de BBB (es decir, tres niveles por encima de la calificación del soberano) y para el cual Fitch aplica tres categorías de estrés, las pruebas de cobertura por encima de la calificación soberana estarían sujetas a los estreses relacionados con la categoría AAAsf (por ejemplo, los 10 deudores más grandes para la categoría BBBsf). En la categoría de calificación a nivel de país, la cobertura no tiene un estrés adicional, lo que significa que una transacción calificada en 'BB' aún debería cubrir a los tres deudores más grandes. Las calificaciones asignadas entre las categorías de calificación BB+ y BBB- tendrían la prueba de cobertura para deudores no calificados interpolados de manera lineal entre 10 y 3.

Consideraciones para Escala Nacional: Cuando se emita una calificación en escala nacional para transacciones de cuentas comerciales por cobrar para deudores calificados, se aplicará lo

correspondiente respecto a la tabla de “Matriz de Cobertura de Deudores”, considerando tanto la calificación del deudor como la calificación de transacciones más alta en escala nacional.

En los casos en que una transacción esté expuesta a un portafolio más concentrado de deudores calificados y estos deudores garantizan el pago de las cuentas comerciales por cobrar, Fitch considerará la calidad crediticia del deudor con la calificación más baja, no cubierta por la mejora crediticia, como el límite máximo para la calificación de la transacción.

Análisis de Dilución

Una dilución es cualquier reducción no relacionada con crédito en el valor de una cuenta comercial por cobrar. Por lo general, la dilución se produce cuando se emite una nota de crédito a un deudor para compensar una cuenta comercial por cobrar que no se facturó correctamente o por bienes defectuosos, una oferta de descuento a un cliente para el pago anticipado de facturas o se proporciona un descuento por volumen de manera retrospectiva a los clientes habituales.

Fitch revisa los niveles históricos de dilución mensual. Además, estresará las diluciones que pueden cambiar en el tiempo en relación con los niveles históricos a fin de evaluar si la reserva de dilución es suficiente para respaldar la calificación asignada. Fitch no estresará diluciones que no cambiarán, como descuentos por volumen basados en un porcentaje de ventas. En este caso, el análisis de Fitch de la reserva de dilución se basa en las disposiciones contables de las diluciones informadas en los estados financieros del originador. El cálculo dinámico de la reserva de dilución se describe a continuación.

Reserva de Dilución = [(Multiplicador de Calificación x Razón de Dilución) + Factor de Volatilidad de Dilución] x Razón de Horizonte de Dilución

Multiplicador de Calificación

Los multiplicadores de calificación para la reserva de dilución son los mismos que para la razón de pérdida [ver tabla “Multiplicadores de Calificación”]. Su propósito es agregar un múltiplo de estrés acorde con el nivel de calificación de la transacción a la reserva de dilución.

Razón de Dilución

Fitch calcula la razón de dilución como el promedio de 12 meses del porcentaje de diluciones actuales sobre las ventas en el mes en el que se originaron las cuentas comerciales por cobrar diluidas.

Razón de Horizonte de Dilución

La razón de horizonte de dilución se refiere a las ventas acumuladas en el horizonte de dilución divididas por el saldo de las cuentas comerciales por cobrar elegibles. El horizonte de dilución es el lapso de tiempo promedio ponderado entre la venta y el reconocimiento de la dilución. La razón de horizonte de dilución, junto con la razón de dilución, cuantifica la cantidad de cuentas comerciales por cobrar que probablemente estarán sujetas a dilución e integradas en la cartera actual.

Si las ventas de cuentas comerciales por cobrar se realizan con más frecuencia que el cálculo de la mejora crediticia dinámica, se agregará un mes adicional de ventas al horizonte de dilución para tener en cuenta el desempeño dentro del mes (si se supone un cálculo mensual).

Factor de Volatilidad de Dilución

La razón de dilución es un promedio simple de 12 meses que proporciona una dilución esperada para una cartera durante los 12 meses anteriores. El factor de volatilidad agregado a la dilución actúa como un amortiguador para abordar las desviaciones de la razón de dilución esperada y para suavizar las posibles disminuciones en la reserva de dilución.

El factor de volatilidad de dilución es una desviación estándar sobre 12 meses de la razón de dilución mensual, multiplicado por dos. Para nuevas transacciones o transacciones con datos de menos de 12 meses posteriores al cierre, Fitch observará los datos de desempeño antes del cierre para calcular el factor de volatilidad. Por ejemplo, para una transacción que cerró en enero, solo hay un punto de datos al final del primer mes después del cierre; por lo tanto, la agencia observará los datos antes del cierre (desde febrero hasta diciembre del año anterior)

para garantizar que haya suficientes puntos de datos disponibles para calcular el factor de volatilidad.

La reserva de dilución específica de cada nivel de calificación se deriva de la interpolación lineal entre los múltiplos de estrés aplicables a las categorías de calificación adyacentes de manera similar. A la vez, se aplica para cálculos específicos de cada nivel de calificación para la reserva de pérdidas.

En situaciones en las que una entidad proporciona garantía para el pago de diluciones, Fitch puede considerar dicho acto como un factor mitigante y, de esta manera, no dimensionar la reserva de dilución. En ese caso, la calificación de esa entidad será un límite para la calificación asignada a las notas emitidas, a menos que la transacción se beneficie de una mejora crediticia suficiente para soportar los estreses de dilución que exceden la calificación del garante, en cuyo caso, no se limitará la calificación.

Condiciones del Crédito

Fitch revisa los detalles de las condiciones de crédito/pago extendidas a los clientes. En particular, Fitch se enfoca en quién recae la responsabilidad de modificar las condiciones crediticias, así como en si las condiciones crediticias han cambiado a lo largo del tiempo. Cambiar las condiciones de crédito puede reflejar un cambio general en el mercado, un cambio en la base de clientes, un cambio en las políticas de originación o que una empresa busca de manera agresiva proteger o ampliar la participación de mercado. Por lo general, las transacciones establecen límites al plazo de pago máximo en las facturas elegibles y al plazo de pago promedio ponderado del portafolio total de cuentas comerciales por cobrar. Esto reduce el riesgo de un empeoramiento futuro en el desempeño a causa de la flexibilización de las políticas de originación, o bien, de cualquier riesgo aumentado a causa de un período de amortización más prolongado.

Originación y Administración

La naturaleza a corto plazo de las cuentas comerciales por cobrar supone una mayor responsabilidad en la capacidad del vendedor de seguir generando las cuentas comerciales por cobrar elegibles, que cuenten con una calidad crediticia constante durante el período revolvente para evitar que la transacción amortice de forma temprana; segregar el efectivo recibido con respecto a las cuentas comerciales por cobrar vendidas; y administrar y prestar servicios de manera adecuada a un portafolio cambiante de activos durante el plazo de la transacción.

La calidad crediticia y las capacidades de administración del originador, o de la empresa de factoraje en el caso de una bursatilización de cuentas comerciales por cobrar de factoraje, son componentes vitales del análisis de Fitch de cualquier bursatilización de cuentas comerciales por cobrar o bursatilizaciones de cuentas comerciales por cobrar de factoraje. Al comienzo de cualquier transacción, se consultará al grupo de finanzas corporativas o al grupo de instituciones financieras de Fitch sobre la calificación crediticia del originador o de la empresa de factoraje. Si la empresa no tiene calificación, se completará una calificación privada o, en el caso de calificaciones en escala nacional, una opinión crediticia para las transacciones. En ambos casos, el análisis se mantendrá durante la vida de la transacción.

Cuando se califica una bursatilización de cuentas comerciales por cobrar de factoraje, si la empresa de factoraje es una subsidiaria de una institución financiera con una larga trayectoria y una sólida capacidad de administración, entonces no es necesario calificar la empresa de factoraje en sí; no obstante, Fitch considerará la calificación de la matriz.

Impacto de la Calificación del Originador o de la Empresa de Factoraje

Fitch considera una serie de factores, que incluyen las características estructurales y las características de la empresa de factoraje u originadora, a la hora de determinar si la calificación estará limitada por la calidad crediticia de la empresa originadora o de factoraje. A menos que el riesgo asociado al originador esté mitigado, Fitch solo calificará transacciones en categoría AAAsf, cuando las mismas se originen a partir de una empresa de factoraje o de un originador que cuente con grado de inversión (BBB- y superior), o que cuenten con el seguro crediticio adecuado. Para las entidades calificadas en la categoría BB e inferior, el aumento máximo de nivel de calificación será de tres categorías de calificación por sobre la IDR de la empresa de

factoraje o del originador, por lo que la calificación máxima que se puede alcanzar estaría en la categoría AA. Para las calificaciones en escala nacional, se aplicará el aumento máximo de nivel de calificación de tres categorías por sobre las calificaciones en escala nacional del originador.

En términos generales, los atributos de riesgo excesivos de la empresa de factoraje o del originador, sin mitigantes estructurales, no permitirán que las transacciones alcancen el diferencial máximo de calificación y estarán más estrechamente vinculados con la calificación del originador (no más de una categoría). Las transacciones que tienen una combinación de atributos de riesgo más bajos, asociados con el originador o con la empresa de factoraje, o mitigantes estructurales, pueden alcanzar el aumento máximo de calificación (tres categorías de calificación). Las calificaciones no estarán limitadas por la calificación del originador exclusivamente en los casos en que se pueda demostrar que el originador no tiene un rol relevante en la administración de las cuentas comerciales por cobrar existentes, cuando el riesgo de entrapamiento de fondos esté mitigado y cuando no haya una exposición crediticia al originador.

Los atributos de riesgo de la empresa de factoraje o del originador que se consideran en el análisis de Fitch son los siguientes: historial, estabilidad de la línea de negocio, reputación, posición competitiva, entidades reguladas que tienen una supervisión adicional e idoneidad de la plataforma de administración.

Fitch revisa las siguientes características estructurales para evaluar si mitigan posibles riesgos operacionales y de administración: detonantes de aceleración en las transacciones, visión sobre el riesgo de continuidad del administrador, análisis de mecanismos de pago implementados y si los deudores pagan directamente a la cuenta de la transacción, plan de administración de respaldo (tibio o caliente), administradores maestros y verificación de terceros en relación con el cumplimiento de la elegibilidad [ver sección de “Características Estructurales” en la página 10]. Fitch puede considerar otros factores que son relevantes para una transacción en particular y estos se publicarán en el reporte específico de la transacción.

Fitch también puede limitar aún más la calificación o puede optar por no calificar una transacción, si esta se expone a una o más de las siguientes características:

- datos inadecuados o insuficientes proporcionados por los emisores;
- riesgo idiosincrático asociado con la exposición a concentración de deudores o concentración de industrias;
- sistemas inadecuados de administración de cuentas comerciales por cobrar, en términos de comprensión, precisión y transferencia de datos;
- exceso de riesgos de contraparte o entrapamiento de fondos;
- perfiles financieros y operativos débiles del originador y el administrador;
- cuentas comerciales por cobrar de una naturaleza que hace probable que el incumplimiento del originador cambie de manera sustancial el patrón de pago de los deudores, por ejemplo, contratos de servicio que no se han cumplido en su totalidad y que permitan la falta de pago luego de la interrupción del servicio;
- información insuficiente o cuestionable sobre antecedentes y prácticas financieras, legales y comerciales de contrapartes clave (incluida la empresa de factoraje o el originador).

Para obtener más información sobre los límites de calificación, consulte la “Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”.

Garantías y Representación del Originador

Fitch evaluará la capacidad del originador de continuar prestando servicios a cuentas comerciales por cobrar bursatilizadas mediante el uso de políticas de cobranza y crédito consistentes. Si Fitch no considera que esto sea posible, puede negarse a calificar la transacción o implementar un límite de calificación. Por lo general, el originador proporcionará declaraciones y garantías sobre las políticas de administración y originación, en las que enuncia que permanecerán similares a las del cierre y que solo ofrecerá cuentas comerciales por cobrar que cumplan con los criterios de elegibilidad predefinidos para el vehículo de bursatilización.

Es importante para la estabilidad de la calificación que el perfil crediticio de la cartera bursatilizada no varíe drásticamente de aquella evaluada en el cierre. Un cálculo dinámico de mejora crediticia normalmente abordaría pequeñas fluctuaciones o disminuciones graduales en el desempeño de la cartera, pero es posible que no capture de inmediato las disminuciones drásticas. Un conjunto sólido de declaraciones, garantías y criterios de elegibilidad minimizan el riesgo de deterioro repentino de la cartera. Se podría esperar que un incumplimiento de las declaraciones y garantías condujera a la amortización anticipada de la transacción. Fitch considera de manera positiva las auditorías de datos regulares sobre el cumplimiento de los criterios de elegibilidad por parte de terceros reconocidos, lo que apoyaría las calificaciones superiores a las de los originadores.

Administración

Fitch analiza la capacidad de la transacción de sobrevivir a una insolvencia del originador o del administrador y el alcance de la interrupción del flujo de efectivo después del incumplimiento del originador o del administrador. Los documentos de la transacción deben identificar claramente la secuencia de eventos que pueden dar lugar a un evento de terminación del administrador y sus consecuencias; esto incluiría el análisis de la notificación a los deudores, la redirección de los flujos de efectivo y la designación de un administrador de reemplazo.

Si el originador tiene una calificación baja, se debe nominar a un administrador de respaldo en el momento del cierre de la transacción para garantizar la transición rápida y fluida de la función de administración cuando sea necesario.

Contar con un administrador de respaldo con experiencia adecuada mitiga el riesgo de una interrupción en el proceso de cobranza después de la insolvencia del originador. Se necesitan sistemas de datos sólidos para respaldar una transferencia fácil del sistema de cobranza al administrador de respaldo.

Características Estructurales

Fitch revisa ciertos temas estructurales clave que son particularmente relevantes para las cuentas comerciales por cobrar. Los componentes estructurales están diseñados específicamente para proteger a los tenedores de las notas emitidas contra el deterioro, ya sea en la calidad de los activos o en las capacidades de administración continua del originador. Los elementos estructurales clave se explican a continuación.

Criterios de Elegibilidad

Las partes involucradas de la transacción acuerdan los criterios de elegibilidad al principio de la transacción. Su propósito es definir el límite de las cuentas comerciales por cobrar bursatilizadas y evitar que se vendan cuentas comerciales por cobrar menos deseables al comprador. El vendedor confirma en el punto de venta que todos los activos que se venden a la transacción cumplen con los criterios establecidos. Por lo general, una cuenta por cobrar elegible tendrá las características comunes establecidas en la sección de "Apéndice 3: Criterios Comunes de Elegibilidad en Transacciones". Esta lista es solo una indicación y se crea a partir de transacciones calificadas por Fitch. No es exhaustiva y Fitch espera que los criterios de elegibilidad en cualquier transacción en particular reflejen otros aspectos particulares de la transacción o la industria en la que opera el vendedor.

Normalmente, las transacciones establecen que el originador puede corregir un incumplimiento de los criterios de elegibilidad mediante la sustitución de las cuentas comerciales por cobrar no elegibles por cuentas comerciales por cobrar elegibles o recomprar los activos no elegibles en dinero en efectivo. El incumplimiento de lo anterior resultaría normalmente en una amortización temprana. En el caso de cuentas comerciales por cobrar, el portafolio se analiza para identificar las cuentas comerciales por cobrar no elegibles; las cuentas comerciales por cobrar no elegibles luego de haber sido vendidas al comprador se eliminan del portafolio elegible. Existe un riesgo de que, si el originador está en insolvencia cuando la transacción comienza a amortizar, algunas cuentas comerciales por cobrar no elegibles no puedan reemplazarse o recomprarse. En la fase de amortización, las cobranzas que surjan de cuentas comerciales por cobrar no elegibles seguirán en la transacción y se utilizarán para cumplir con el pago de las notas emitidas.

Las auditorías periódicas de cumplimiento de los criterios de elegibilidad por parte de un tercero pueden ayudar a minimizar este riesgo. Aunque las auditorías son retrospectivas, pueden proporcionar la tranquilidad adicional de una comprobación externa.

Detonantes de Detención de Compra y Amortización Temprana

En última instancia, todos los detonantes de amortización anticipada están diseñados para proteger a los tenedores de las notas emitidas de una disminución en la calidad del portafolio de cuentas comerciales por cobrar. Dicha disminución podría señalar un problema fundamental con las capacidades de originación y administración del vendedor o un cambio de mercado que puede no estar totalmente cubierto por el mecanismo de reserva dinámica. Cuando la mejora crediticia dinámica se calcula con base en el desempeño histórico más reciente de cuentas comerciales por cobrar en la fecha de compra, los detonantes ayudan a minimizar el riesgo de un deterioro significativo en el desempeño de los activos que no se puede detectar de inmediato mediante el cálculo dinámico de la mejora crediticia.

Fitch no asignará una calificación a una transacción sin detonantes. Los detonantes típicos se relacionan con la naturaleza del portafolio de activos y, por lo general, establecen los límites máximos en cuanto a:

- incumplimiento;
- diluciones;
- moras;
- pagos promedio o condiciones de crédito;
- días de ventas pendientes (es decir, la cantidad de tiempo promedio que tarda el portafolio en revolver);
- efectivo no invertido en cuentas comerciales por cobrar (es decir, limitar el retorno negativo).

Los detonadores de detención de compra también se establecen normalmente en las transacciones, a fin de mitigar una disminución en la capacidad o administración del originador que aún no han sido captadas por los detonadores relacionados a los activos. Estos detonantes invariablemente incluyen un evento de detención de compra después del inicio de procedimientos de insolvencia contra el originador. Para los originadores calificados, una degradación de calificación por debajo de un determinado nivel podría constituir un evento de detención de compra. Para los originadores con calificación baja, se puede incluir un desencadenante de “advertencia anticipada” de la solvencia del originador, tal como un incumplimiento cruzado o una disminución en razones financieras clave por debajo de ciertos niveles.

Reserva de Costos de Intereses y Gastos Sénior

El activo subyacente de las transacciones de cuentas comerciales por cobrar no genera intereses y, por lo tanto, en todos los casos, debe incluir reservas para cubrir los costos sénior y los costos de interés durante el período de amortización.

Algunas compañías pueden cobrar intereses penales por pagos atrasados. En el análisis de Fitch, no se da crédito a los intereses de penalización (aunque el emisor tiene el beneficio de ello si se paga). Esto se debe a que la recepción del interés de penalización es menos cierto y el originador puede renunciar a él durante la negociación con sus clientes.

Fitch evalúa la idoneidad de la reserva para cubrir los gastos sénior y el costo de interés durante un período de amortización estresado. El período de amortización estresado se basa en el promedio actual de días de ventas pendientes (DSO; *days of sales outstanding*) multiplicado por el factor de estrés de calificación, tal como se muestra en la tabla anterior “Multiplicadores de Calificación”. En el cálculo se incluyen todos los gastos sénior para el servicio de deuda en las notas emitidas, así como los intereses pagaderos sobre el monto total utilizado del servicio de liquidez en una transacción a plazo y cualquier gasto comprometido.

Reserva de Costo de Retorno = Reserva de Costo Sénior + Reserva de Rendimiento

$$\text{Reserva de Costos Sénior} = (a/360) \times b \times c$$

a = Gastos sénior anuales: $x + y$

x = La más alta entre las tarifas de administración actuales o del administración de respaldo

y = otros gastos sénior

b = Días de ventas pendientes

c = Multiplicador de calificación acorde con la calificación de una transacción [ver tabla de "Multiplicadores de Calificación"]

Fitch considerará la tarifa de administración para propósitos de calcular la reserva de costo de retorno dinámica según la tarifa de administración actual o la tarifa del administrador de reemplazo, lo que sea mayor. Luego de la terminación del acuerdo de administración original, por lo general, la transacción entrará en amortización temprana y no se comprarán nuevas cuentas comerciales por cobrar. El uso de un mayor costo de administración en el cálculo de la reserva refleja la posibilidad de aumentar los costos en la contratación de un administrador de reemplazo.

Si el acuerdo de administración de respaldo no está vigente en el momento de cierre de la transacción, Fitch puede ajustar el supuesto de la tarifa de administración en su análisis para reflejar la posible sustitución del administrador a un costo más alto.

Los DSO miden la tasa de renovación del portafolio de cuentas comerciales por cobrar. Si suponemos un período de informe mensual, los DSO se calculan como el monto total de cuentas comerciales por cobrar dividido entre las ventas generadas en ese mes, multiplicado por 30 días.

El resultado de la reserva de costos sénior igualará la fórmula anterior, cuando los gastos de la transacción no estén incluidos en el precio de compra de la cartera. Cuando lo estén, puede que no sea necesario ningún tipo de reserva explícita de costos sénior. En particular, el resultado de la reserva de costos sénior se considerará como cero si el componente de estrés de la calificación asignada (elemento "c" en la fórmula anterior) también se incluye en el cálculo del precio de compra. De lo contrario, el resultado de la reserva será igual al componente de estrés por encima de los gastos anuales ponderados por los DSO (es decir, si el multiplicador pertinente es, por ejemplo, 2,5, pero el precio de compra incluye el cálculo no estresado anterior, la reserva adicional deberá incluir un multiplicador de $2,5 - 1 = 1,5$).

Reserva de Rendimiento = $(a/360)xbxc$

a = Tasa del Bono Anual: $x + y + z$

x = Libor/Euribor

y = Margen

z = Estrés de tasa de interés de cuentas comerciales por cobrar

b = Días de ventas pendientes

c = Multiplicador de calificación acorde con la calificación de una transacción [ver tabla de "Multiplicadores de Calificación"].

Cuando se evalúa la reserva de rendimiento, Fitch considera los siguientes factores para aplicar el estrés de la tasa de interés relevante: la duración del período de amortización estresado, que se mide multiplicando la tasa de rotación del portafolio de cuentas comerciales por cobrar y el multiplicador de calificación relevante según la calificación esperada de las notas emitidas, y un posible aumento en la tasa de interés durante el período de amortización (es decir, el riesgo de que el índice que determina el costo de financiamiento se pueda restablecer a una tasa superior a la tasa inicial).

En los casos en que la tasa de los bonos esté integrada en el precio de compra de las cuentas comerciales por cobrar, el componente "a" que se muestra en la fórmula anterior solo estará compuesto por el estrés de la tasa de interés ("z").

Estrés de Tasa de Interés para Cuentas Comerciales por Cobrar

Fitch estudió los efectos del movimiento histórico de la tasa Libor de un mes en las monedas enumeradas a continuación. También, observó el aumento de las tasas de interés durante seis y 12 meses, y consideró explicaciones macroeconómicas para el movimiento de las tasas para posicionar la serie temporal en un contexto histórico. Fitch determinó que el estrés 'AAA' corresponde al aumento observado más alto y el estrés de 'B' refleja el promedio del aumento observado en la tasa de interés.

Las siguientes tablas resumen el estrés aplicable a cada caso de calificación. Este estrés depende del período de amortización estresado del portafolio. La tasa de interés estresada se determina a través de un factor relativo (es decir, un porcentaje que se aplicará a la tasa vigente) sujeto a un piso expresado como una diferencia porcentual absoluta. El factor de estrés relativo está diseñado para reflejar un estrés en entornos de tasas de interés medias a altas, mientras que el piso tiene como objetivo abordar un posible estrés que comienza en un entorno de tasa de interés bajo.

Para una cartera con un DSO estresado de seis meses, la tasa de interés estresada en un escenario de calificación de AAA es igual a la tasa Libor vigente en dólares estadounidenses más el mayor de 45% por la tasa Libor vigente en dólares estadounidenses y el piso de 2,8%.

Para una cartera con un DSO de 12 meses, la tasa de interés estresada en un escenario de calificación de AAA es igual a la tasa Libor vigente en dólares estadounidenses más el mayor de 75% por la tasa Libor vigente en dólares estadounidenses y el piso de 4%.

Estrés de Tasa de Interés: USD

Calificación de la Nota (%)	DSO estresado = o <6 meses		DSO estresado >6 meses y < o = 12 meses	
	Piso	Estrés relativo	Piso	Estrés relativo
AAAsf	2,8	45	4,0	75
AAsf	2,4	40	3,4	65
Asf	2,0	35	2,8	55
BBBsf	1,7	25	2,2	45
BBsf	1,3	20	1,6	35
Bsf	1,0	15	1,0	25

Fuente: Fitch Ratings

Estrés de Tasa de Interés: EUR

Calificación de la Nota (%)	DSO estresado = o <6 meses		DSO estresado >6 meses y < o = 12 meses	
	Piso	Estrés relativo	Piso	Estrés relativo
AAAsf	2,0	100	3,0	120
AAsf	1,8	95	2,6	115
Asf	1,7	90	2,3	110
BBBsf	1,5	90	1,9	100
BBsf	1,4	85	1,6	95
Bsf	1,2	80	1,2	90

Fuente: Fitch Ratings

Estrés de Tasa de Interés: GBP

Calificación de la Nota (%)	DSO estresado = o <6 meses		DSO estresado >6 meses y < o = 12 meses	
	Piso	Estrés relativo	Piso	Estrés relativo
AAAsf	2,3	50	2,5	65
AAsf	2,1	45	2,4	55
Asf	2,0	40	2,3	50
BBBsf	1,8	30	2,2	45
BBsf	1,7	25	2,1	35
Bsf	1,5	20	2,0	25

Fuente: Fitch Ratings

Estrés de Tasa de Interés: CDI de Brasil

Calificación de la Nota (%)	DSO estresado = o <6 meses		DSO estresado >6 meses y < o = 12 meses	
	Piso	Estrés relativo	Piso	Estrés relativo
AAAsf	9,0	60	10,0	70
AAsf	7,6	55	8,6	65
Asf	6,2	45	7,2	60
BBBsf	4,8	40	5,8	55
BBsf	3,4	30	4,4	45
Bsf	2,0	25	3,0	40

Fuente: Fitch Ratings

Estrés por Tasa de Interés: MXP

Calificación de la Nota (%)	DSO estresado = o <6 meses		DSO estresado >6 meses y < o = 12 meses	
	Piso	Estrés relativo	Piso	Estrés relativo
AAAsf	4,0	60	4,5	80
AAsf	3,4	55	3,8	75
Asf	2,8	45	3,1	65
BBBsf	2,2	40	2,4	60
BBsf	1,6	30	1,7	50
Bsf	1,0	25	1,0	45

Fuente: Fitch Ratings

La reserva de costo de retorno para cada nivel de calificación se deriva mediante interpolación lineal entre el multiplicador de calificación y el estrés de interés aplicable a categorías de calificación adyacentes de manera similar a la aplicada para cálculos específicos para cada nivel de calificación para la reserva de pérdida.

Riesgo de Retorno Negativo

Debido a que el portafolio de cuentas comerciales por cobrar varía en tamaño durante todo el año, es importante que la estructura tenga en cuenta si estarán disponibles los niveles suficientes de cuentas por cobrar elegibles durante el período revolvente en el que el efectivo cobrado se puede invertir en la estructura para abordar los efectos del retorno negativo. Si se venden cuentas comerciales por cobrar elegibles insuficientes al comprador durante un período prolongado, la transacción entrará automáticamente en amortización temprana.

Riesgo de Liquidez

Los déficits de liquidez pueden surgir en una transacción a plazo en caso de ejecución en los deudores que no han pagado sus cuentas comerciales por cobrar. El riesgo generalmente surge

cuando la transacción ingresa al estado de amortización anticipada, ya sea porque el originador está insolvente y un administrador de respaldo ha asumido la función de administrador. En tales circunstancias, los deudores pueden demorarse más tiempo en pagar (o requerir más indicaciones de pago) que cuando el originador estaba realizando la administración de la cartera. Algunos pueden usar la insolvencia del originador como excusa para tratar de evitar el pago tanto como sea posible, o hasta que se vea amenazado con acciones legales.

Fitch evaluará si hay suficiente liquidez para todos los costos e intereses sénior con respecto a las notas que se deben pagar durante este proceso. Por lo general, el riesgo de liquidez está mitigado a través de una línea de liquidez de un banco debidamente calificado. Fitch espera que el proveedor de la liquidez tenga una calificación mínima coherente con la "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos" de Fitch para respaldar la calificación de las notas.

El nivel de liquidez variará según el período de amortización en el escenario de calificación pertinente. El tamaño de la línea de liquidez variará de transacción en transacción y se verá influenciada por el régimen de insolvencia de la jurisdicción pertinente.

Cuando una línea de liquidez está presente en la estructura, Fitch evaluará si la reserva de costo de retorno tiene el tamaño para pagar la línea de liquidez. Los costos sénior que se incluyen en el cálculo de la línea de liquidez y las reservas de los costos sénior normalmente incluirán los intereses pagaderos en el monto total utilizado de la línea de liquidez y cualquier comisión comprometida.

Riesgo de Contraparte

Las calificaciones de transacciones de cuentas comerciales por cobrar de Fitch incluyen un elemento de dependencia de la solidez financiera de ciertas contrapartes, mediante la dependencia crediticia en la forma de obligaciones de pago. Estas partes pueden incluir las cuentas bancarias en donde se deposita la cobranza, contrapartes que proveen derivados o proveedores de líneas de liquidez.

Para abordar el tema de riesgo de contraparte, los documentos de las transacciones suelen incluir mecanismos estructurales que pretenden reducir la dependencia de contrapartes específicas. El riesgo de contraparte se evalúa según el tipo de exposición, así como las calificaciones de las contrapartes. Fitch aplica la metodología descrita en su informe "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos".

Estructura Legal y Opiniones

Los documentos de formación del SPV, los documentos relacionados a una transacción en particular, y las opiniones legales asociadas indican el alcance de la separación de los activos del riesgo de insolvencia del vendedor, así como la robustez de la estructura de una transacción particular y, consecuentemente, el alcance de la vinculación de los activos del cedente y del SPV desde los afiliados. La revisión legal, incluyendo la estructura legal, opiniones y documentos de la transacción, serán evaluados por Fitch de acuerdo a su "Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas".

Revisión del Originador

Fitch lleva a cabo una revisión del originador tanto del vendedor o administrador como del desempeño histórico del portafolio de activos. Durante la revisión, Fitch se reúne con la administración y evalúa los aspectos principales de las operaciones comerciales de la empresa que pudieran afectar el desempeño de la transacción. En el caso de las empresas de factoraje, Fitch también revisará los acuerdos de factoraje que dictan los requisitos de elegibilidad y esto le proporcionará una perspectiva más detallada sobre los estándares de originación de las empresas de factoraje. La naturaleza del negocio del originador y su calidad crediticia tienen un gran impacto en la calificación de cualquier transacción de cuentas comerciales por cobrar.

Entre los factores que se consideran, están las capacidades de los sistemas de administración, la capacidad y flexibilidad, la estructura de presentación de informes y administración de la empresa, los controles implementados para minimizar los errores y el fraude, y los planes de contingencia o recuperación en caso de desastres. Un sistema sofisticado de cuentas por cobrar

es particularmente importante para las transacciones de cuentas comerciales por cobrar comerciales, debido a la rápida rotación de las cuentas comerciales por cobrar y los requisitos frecuentes de presentación de informes.

Fitch realiza revisiones periódicas del originador durante la vigencia del plazo de la transacción. El propósito de estas revisiones es identificar si hay cambios significativos en el negocio del originador o administrador que puedan causar dudas sobre el desempeño futuro de la transacción.

Sensibilidad a los Supuestos de Calificación

Debido a la mejora crediticia dinámica y la ausencia de una expectativa fija sobre el incumplimiento desde el primer día, no se aplica una sensibilidad de calificación de financiamiento estructurado tradicional al estrés de incumplimiento. Como se ha analizado en este informe, la mejora crediticia se proporciona en forma de OC. Durante el período revolvente, se calcula una nueva tasa de descuento en la fecha de compra, según los últimos parámetros y el desempeño más recientes del portafolio de cuentas comerciales por cobrar. Si no se realizan nuevas compras, la transacción pasará a amortización temprana. Este mecanismo mitiga significativamente cualquier sensibilidad de calificación a un deterioro gradual en el desempeño de la cartera.

Las calificaciones de las transacciones están expuestas a desviaciones repentinas de la calidad del portafolio de cuentas por cobrar, lo que podría causar que el nivel de mejora crediticia fuera insuficiente. Sin embargo, esto normalmente se mitiga a través de criterios de elegibilidad de activos y un grupo sólido de representaciones y garantías.

Del mismo modo, una acción de calificación del originador podría afectar las calificaciones de las notas emitidas. Entre los factores clave, se incluyen los siguientes: la baja en la calificación del originador relacionada con el comportamiento de pago de sus clientes. Si Fitch cree que la estructura de la transacción ya no proporciona suficiente protección contra el deterioro del desempeño de los activos; si Fitch cree que un administrador de respaldo ya no podrá continuar administrando el portafolio; o un aumento porcentual significativo en la contribución de las bursatilizaciones de cuentas comerciales por cobrar respecto a las cuentas por cobrar y fondeos generales del originador.

Limitaciones

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

Variaciones Metodológicas

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

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

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

Apéndice 1: Ejemplo Ilustrativo: Cálculo de Reserva Dinámica en el Nivel de Calificación 'AAsf'

Los detalles completos de los cálculos de reserva dinámica mensual se muestran en el siguiente ejemplo. El nivel de reserva calculado en el momento del cierre representa la tasa de descuento para las cuentas por cobrar en el cierre. La tasa de descuento en las fechas de compra posteriores se ajustará para reflejar la mejora crediticia dinámica para el nivel de calificación determinado, calculada con base en el desempeño histórico más reciente de las cuentas comerciales por cobrar.

Si las compras se realizan con más frecuencia que una vez al mes y la mejora crediticia se vuelve a evaluar al final del mes, la tasa de descuento respecto de las cuentas por cobrar que se compren en cada fecha de compra se basará en el cálculo dinámico más reciente de fin de mes.

Reserva Dinámica Total al mes 12 = Reserva de Pérdida Dinámica + Reserva de Dilución Dinámica + Reserva Dinámica de Costo de Retorno

Reserva Dinámica Total al mes 12 = 4.73 % + 7.42 % + 3.713 % = 15.863 %

Reserva de Pérdida Dinámica

Mes	A	(i)	(ii)	B	(iii)	(iv)	C	(v)	D	
	Multiplicador de Calificación	Indicador de Incumplimiento/ Ventas 4 Meses Antes (%)	Promedio Móvil de 3 Meses de (i) (%)	Razón de Incumplimiento Máximo de 12 Meses de (ii) (%)	Ventas Acumuladas de 4 Meses	Saldo de Cuentas Comerciales por Cobrar Elegibles	Razón de Pérdida (iii)/(iv)	Desviación Estándar de 12 Meses de la Muestra (%)	Factor de Volatilidad de Incumplimiento (2,00 x (v)) (%)	Reserva de Pérdida ((AxBxC)+D) (%)
1	2.25	0.32	0.44	0.56	319,600	140,700	2.27	0.13	0.26	3.12
2	2.25	0.60	0.49	0.56	332,000	150,750	2.20	0.14	0.28	3.05
3	2.25	0.42	0.45	0.56	357,500	151,700	2.36	0.14	0.28	3.25
4	2.25	0.33	0.45	0.56	352,600	142,800	2.47	0.10	0.20	3.31
5	2.25	0.52	0.42	0.49	356,400	146,000	2.44	0.11	0.22	2.91
6	2.25	0.50	0.45	0.49	367,900	153,900	2.39	0.11	0.22	2.85
7	2.25	0.47	0.50	0.49	361,900	150,900	2.40	0.11	0.22	2.87
8	2.25	0.40	0.46	0.49	369,800	139,750	2.65	0.11	0.22	3.14
9	2.25	0.54	0.47	0.49	366,000	138,650	2.64	0.10	0.20	3.11
10	2.25	1.25	0.73	0.73	331,000	147,500	2.24	0.24	0.48	4.16
11	2.25	0.76	0.85	0.85	326,000	156,750	2.08	0.25	0.50	4.48
12	2.25	0.27	0.76	0.85	326,000	148,200	2.20	0.26	0.52	4.73

Fuente: Fitch Ratings

Reserva de Dilución Dinámica

	E	(i)	F	(ii)	(iii)	(iv)	G	H	
Mes	Multiplicador de Calificación	Dilución/Ventas 2 Meses Antes (%)	Razón de Dilución (Promedio de 12 Meses de (i)) (%)	Ventas Acumuladas de 2 Meses	Cuentas Comerciales por Cobrar Elegibles	Desviación Estándar de 12 Meses de la Muestra(%)	Factor de Volatilidad de Dilución (2,00 x (iv)) (%)	Razón de Horizonte de Dilución (ii)/(iii)	Reserva de Dilución ((ExF)+G)xH (%)
1	2.25	3.55	1.79	161,000	140,700	1.65	3.30	1.14	8.35
2	2.25	0.54	2.48	156,500	150,750	1.54	3.08	1.04	9.01
3	2.25	2.46	2.62	166,500	151,700	1.46	2.92	1.10	9.70
4	2.25	1.76	1.63	166,100	142,800	1.35	2.70	1.16	7.39
5	2.25	2.14	1.69	159,900	146,000	1.28	2.56	1.10	7.00
6	2.25	2.29	1.75	171,800	153,900	1.22	2.44	1.12	7.14
7	2.25	2.42	1.82	172,000	150,900	1.18	2.36	1.14	7.36
8	2.25	1.53	1.80	168,000	139,750	1.12	2.24	1.20	7.55
9	2.25	1.31	1.98	164,000	138,650	0.77	1.54	1.18	7.07
10	2.25	0.14	1.79	133,000	147,500	0.95	1.90	0.90	5.33
11	2.25	0.83	1.69	132,000	156,750	0.98	1.96	0.84	4.84
12	2.25	4.26	1.94	163,000	148,200	1.19	2.38	1.10	7.42

Fuente: Fitch Ratings

Reserva Dinámica de Costo de Retorno			
Reserva de costo de retorno = (A+B) (%)			3,713
A	Reserva de Costos Sénior (%)	(a/360)xbxc	1.125
a	Gastos Sénior Anuales (x+y+z) (%)		3.00
	x. Administración de Respaldo (%)	2.00	
	y. Costos del Fiduciario (%)	0.50	
	z. Otras Costos (%)	0.50	
b	Días de Ventas Pendientes		60
c	Factor de Estrés		2,25
B	Reserva de Rendimiento (%)	(a/360)xbxc	2.588
a	Tasa de Bono Anual (%)		6,90
	x. Libor (%)	2.50	
	y. Margen (%)	2.00	
	z. Estrés de Libor (%)	2.40	
b	Días de Ventas Pendientes		60
c	Factor de Estrés		2,25

Fuente: Fitch Ratings

Apéndice 2: Fuentes de Datos

Desarrollo de la Metodología

Los supuestos clave de calificación para la metodología están informados por el análisis de Fitch de los documentos de la transacción; información de la transacción y la información recibida por parte del originador, del asesor jurídico de la transacción; y el juicio analítico de Fitch.

Fitch revisó el movimiento histórico de tasas de interés a corto plazo para determinar el estrés de la tasa de interés relevante para cada divisa.

Aplicación de la Metodología

La metodología de calificación de cuentas comerciales por cobrar de Fitch se basa en datos históricos de desempeño para formar una expectativa de desempeño futuro del colateral. Fitch revisa un mínimo de datos históricos de tres a cinco años sobre el desempeño mensual, idealmente cubriendo un ciclo económico completo. En la mayoría de los casos, esto significa que se necesitará un historial más largo, sobre todo cuando los datos históricos hayan sido volátiles. La siguiente lista describe los datos clave que Fitch revisa. Fitch también puede solicitar información detallada adicional, caso por caso.

- saldo mensual de las cuentas comerciales por cobrar y el desglose de cuentas comerciales por cobrar en diferentes segmentos de antigüedad;
- volúmenes de ventas a créditos mensuales;
- notas de crédito mensuales emitidas;
- cancelaciones mensuales;
- tasa de rotación mensual del portafolio de cuentas comerciales por cobrar (medido por DSO);
- resumen de las condiciones de crédito que se ofrecen a los clientes;
- resumen de incidentes que conducen a la emisión de notas de crédito y la provisión contable de las diluciones.

Por lo general, la información anterior la generan los sistemas de administración de cuentas por cobrar. Exhaustivos sistemas de datos son un componente vital de cualquier bursatilización de cuentas comerciales por cobrar, ya que permiten el monitoreo exitoso de un portafolio que puede cambiar por completo en poco tiempo.

Los sistemas del vendedor o administrador deben adaptarse a lo siguiente.

- Las ofertas de venta de cuentas por cobrar al comprador por parte del originador pueden hacerse de forma regular y frecuente.
- El cálculo dinámico de la mejora crediticia se puede aplicar con un retraso mínimo, mediante el uso de los reportes de activos que se generan de manera oportuna.
- La conciliación de efectivo se puede llevar a cabo de manera eficiente para que cualquier efectivo bursatilizado del originador se pueda transferir al comprador rápidamente y se pueda identificar en caso de insolvencia del originador.
- Los datos se pueden transferir rápidamente a una entidad que llevará a cabo las funciones de cobranza en caso de insolvencia del originador o del administrador.
- Se puede notificar rápidamente a los deudores cuando se incumpla un detonante de notificación.
- Los activos bursatilizados se pueden separar de los activos no bursatilizados.

Fitch evaluará si los sistemas de administración de cuentas por cobrar que utiliza el originador son capaces de generar la información mencionada de manera oportuna, de modo que el desempeño de un portafolio de cuentas por cobrar que cambia rápidamente se pueda monitorear e informar de manera oportuna. Fitch evaluará si existen sistemas de respaldo y procedimientos efectivos de recuperación ante desastres, de manera que se produzca una alteración mínima ante cualquier interrupción del sistema de administración de cuentas por cobrar.

En ausencia de cierta información de desempeño, Fitch evaluará la materialidad y relevancia de dicha información de acuerdo con su "Metodología Global de Calificación de Finanzas

Estructuradas”, disponible en el sitio web de Fitch. Dependiendo del resultado de esta evaluación, Fitch ajustará su enfoque (por ejemplo, no dará crédito a ciertos elementos), limitará las calificaciones o rechazará calificar la transacción. Cuando se apliquen estos ajustes alternativos, el enfoque y la metodología correspondiente se resaltarán en los informes de calificación de transacciones de Fitch.

Apéndice 3: Criterios Comunes de Elegibilidad en Transacciones

Una cuenta por cobrar elegible es aquella que tiene las siguientes características:

- se trata de bienes o servicios ya entregados o prestados;
- está denominada en una moneda o divisas específicas;
- la contrajo un deudor elegible [*ver el último punto de este listado*];
- es propiedad del originador y está debidamente documentada, y se puede vender, asignar o transferir sin cargo alguno, y con respecto al cual se han cumplido los requisitos legales para exigibilidad, creación y finalización de la venta, asignación o transferencia;
- no está sujeta a neteo;
- no está sujeta a ninguna reducción, cancelación o reembolso ni ninguna disputa, compensación, contrademanda, gravamen o defensa de ningún tipo;
- surgió en el curso normal del negocio del originador;
- (si se originó como parte de un contrato de suministro general) tiene un originador que cumple el contrato general, o el incumplimiento del contrato general no afecta la exigibilidad de la cuenta por cobrar;
- tiene condiciones de pago que no superan un límite específico (para evitar que las características de la cartera cambien drásticamente con el tiempo);
- no provoca la infracción de los límites de concentración del deudor o del país cuando se vende a la transacción;
- tiene un vendedor que ha cumplido con sus representaciones y garantías;
- está al día o no moroso más allá de un determinado límite especificado.
- un deudor elegible es uno que tiene las siguientes características:
 - ✓ está domiciliado en un país, área económica o región determinada (se pueden aplicar límites de concentración de países cuando las calificaciones de los países estén por debajo de las especificadas para la transacción y se deben proporcionar opiniones legales satisfactorias para cada jurisdicción permitida);
 - ✓ no se encuentra en procedimientos de insolvencia y respecto del cual no se ha realizado ninguna solicitud de quiebra;
 - ✓ no adeuda montos en relación con cuentas por cobrar en incumplimiento o cuentas por cobrar que estén en mora más allá de un límite especificado;
 - ✓ no es una subsidiaria o filial del originador (la definición de una filial variará según la jurisdicción); y
 - ✓ no es un deudor con el que el vendedor tenga un acuerdo de “efectivo por adelantado” o “efectivo a cuenta”.

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 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 con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta. 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 © 2021 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.