

Metodología de Calificación para Emisiones de Deuda Respaldadas por Créditos al Consumo

Metodología de Sector Específico

Alcance

Este reporte de criterios describe la metodología de Fitch Ratings para analizar y monitorear el riesgo de crédito inherente en los valores de deuda respaldados por activos (ABS; *asset-backed securities*) respaldados por cuentas por cobrar de créditos al consumo; aplica a calificaciones tanto nuevas como existentes. Los portafolios consisten en créditos amortizables o productos de arrendamiento homogéneos otorgados a un grupo diversificado de individuos. Los criterios también podrán ser aplicables a portafolios similares de pequeñas y medianas empresas (Pymes) (véase [Apéndice 1: Criterios Aplicables para Carteras de Pymes](#)).

Las bursatilizaciones de créditos y arrendamiento de vehículos en Estados Unidos (EE. UU.), de arrendamiento de equipo también en EE. UU. y Latinoamérica, así como aquellas de préstamos estudiantiles y tarjetas de crédito, están calificadas cada una con una metodología diferente.

Factores Clave de Calificación

Los factores clave de calificación bajo estos criterios, en orden de importancia para los análisis de Fitch, son los siguientes.

Riesgo de Incumplimiento del Deudor: Las tasas de incumplimiento y de recuperación son factores clave en el análisis cuantitativo de Fitch. La agencia deriva casos base de incumplimiento y recuperación de portafolios específicos principalmente con base en datos de un originador en particular, pero también teniendo en cuenta las perspectivas económicas, los datos de mercado y la comparación de pares. Al analizar la mejora crediticia (CE; *credit enhancement*), los supuestos de estrés sobre incumplimiento y recuperación son los principales factores considerados. Los riesgos del desempeño de los activos pueden ser mayores para las transacciones con períodos revolventes, ya que las características de las cuentas pueden cambiar con el tiempo.

Dinámica del Flujo de Efectivo: La programación oportuna de flujo de caja, el rendimiento de los activos, los costos de interés de las notas y otros gastos pueden tener una contribución considerable en el resultado analítico y afectar la calificación final asignada.

Riesgos Estructurales: Las estructuras de bursatilización están destinadas a desvincular el desempeño de las notas emitidas de la calidad crediticia del originador. Esto se consigue normalmente a través de una transferencia de tipo venta verdadera (*true sale*) de los activos del originador hacia un vehículo de propósito especial aislado del efecto de una bancarrota (SPV; *bankruptcy-remote special-purpose vehicle*). El análisis de los riesgos estructurales es una parte clave en la revisión de calificación de Fitch y sustenta el análisis cuantitativo.

Riesgos de Contraparte: En la cobranza de los créditos y distribución de fondos, el emisor se basa en una serie de relaciones con contrapartes, especialmente con el administrador, contrapartes de cuentas bancarias y la contraparte del derivado (*hedge*). Las estructuras de bursatilización en general tratan de minimizar el riesgo de contraparte a través de

Tabla de Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Datos y Supuestos	2
Análisis de Activos	4
Análisis de Riesgo Estructural – Estructura del Pasivo	15
Modelación de Flujo de Efectivo	20
Calificaciones Estresadas	30
Riesgo de Contraparte	30
Riesgos Operacionales	32
Supuestos de Sensibilidad de la Calificación	33
Limitaciones	34
Variaciones Metodológicas, Divulgaciones e Interacción con Otros Criterios	34
Apéndice 1: Criterios Aplicables para Carteras de Pymes	36
Apéndice 2: Resumen Lista de Información	37
Apéndice 3: Ejemplo de agenda para la revisión del Originador y Administrador	40
Apéndice 4: ABS de Créditos de Nómina	43

Este informe es una traducción del reporte titulado "Consumer ABS Rating Criteria" publicado el 23 de diciembre de 2021 y reemplaza la traducción al español de la versión con el mismo título del 9 de diciembre de 2021.

Metodologías Relacionadas

- [Global Structured Finance Rating Criteria \(Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas\) \(Octubre 2021\)](#)
- [Consumer ABS Rating Criteria – Residual Value Addendum \(Metodología de Calificación para Emisiones de Deuda Respaldadas por Créditos al Consumo: Apéndice de Valor Residual\) \(Noviembre 2021\)](#)
- [Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria \(Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos Estresados por Tasa de Interés\) \(Septiembre 2021\)](#)
- [Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria \(Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas Contraparte de Bonos Cubiertos\) \(Noviembre 2021\)](#)
- [Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria: Derivative Addendum \(Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas y Contraparte de Bonos Cubiertos: Anexo de Derivados\) \(Noviembre 2021\)](#)
- [Structured Finance and Covered Bonds Country Risk Rating Criteria \(Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos Riesgo País\) \(Octubre 2021\)](#)
- [National Scale Ratings Criteria \(Metodología de Calificaciones en Escala Nacional\) \(Diciembre 2020\)](#)
- [SME Balance Sheet Securitisation Rating Criteria \(Metodología de Calificación de Bursatilización de las Pymes\) \(Octubre 2021\)](#)

procedimientos de diversificación y sustitución; sin embargo, a menudo queda un cierto grado de dependencia de la contraparte.

Riesgos Operacionales y del Administrador: Fitch lleva a cabo una revisión del originador/administrador (*servicer*) para comprender las políticas, procesos y prácticas establecidas, lo que podrá resultar en ajustes cuantitativos a los supuestos de activos. También se analizan la continuidad del administrador y la disponibilidad de liquidez y/o los preparativos de administración de respaldo.

Riesgos del Valor Residual: Ciertas operaciones de préstamos y arrendamientos automotrices están expuestas directamente al riesgo de disminución de los valores de los autos de segunda mano (autos usados) debido a que los deudores subyacentes tienen la opción de devolver el vehículo en lugar de hacer el pago final. En tales transacciones, el impacto del riesgo del valor residual a menudo pesa más que el riesgo de incumplimiento del deudor [ver el documento “Consumer ABS Rating Criteria: Residual Value Addendum”(Metodología de Calificación de Emisiones de Deuda Respaladas por Créditos al Consumo: Apéndice de Valor Residual)].

Datos y Supuestos

Composición del Portafolio

Fitch asume que los portafolios crediticios que respaldan los ABS: (i) comprenden un gran número de obligaciones de saldo relativamente pequeño; (ii) tienen productos con características relativamente homogéneas; y (iii) contienen una gama amplia de deudores. Fitch validará la aplicabilidad de tales supuestos antes de emplear estos criterios.

Las mismas características también pueden estar presentes en portafolios en los que los deudores son pequeñas empresas. El [Apéndice 1](#) proporciona directrices que Fitch realizará para determinar la aplicabilidad de esta metodología en portafolios de créditos de pequeñas empresas.

El análisis supone un portafolio que se compone principalmente de préstamos al día al momento del cierre de la transacción. Si se incluyen préstamos en mora, Fitch ajustará sus supuestos para considerar el riesgo de crédito adicional de los deudores morosos, sujeto a que esto sea una pequeña porción de la cartera.

Disponibilidad de Datos

Una lista resumida de datos utilizados en calificaciones nuevas y en el seguimiento de calificaciones asignadas se presenta en el [Apéndice 2: Resumen Lista de Información](#). Esta describe la información clave que Fitch esperaría que el originador proporcionara con el fin de poder realizar el análisis inicial y el monitoreo que se indica en esta metodología.

Se espera que los datos históricos abarquen:

- un mínimo de cinco años que cubra de manera ideal todas las fases de al menos un ciclo económico;
- el tiempo de vida habitual (originación hasta vencimiento) de los productos bursatilizados.

Fitch podría considerar los datos históricos disponibles como suficientes incluso si no cubren totalmente la vida de la mayoría de los activos elegibles; esto implicará supuestos más estresados, con todo lo demás permaneciendo igual. Si la información histórica no cumple con los criterios mínimos mencionados, pero hay suficiente información disponible del mercado que sea relevante y comparable para derivar los supuestos aproximados, Fitch puede optar por continuar con la calificación, pero puede imponer un límite a la misma. La información histórica puede ser insuficiente por diversas razones, incluyendo las siguientes: período limitado de información disponible, relevancia limitada de información disponible o niveles altos de volatilidad en la información disponible. Fitch puede declinar calificar la transacción si la información histórica disponible se considera insuficiente.

Para más información, consulte la metodología “Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”.

Analistas

Andy Brewer
+44 20 3530 1005
andy.brewer@fitchratings.com

Tom Deacon
+44 20 3530 1939
thomas.deacon@fitchratings.com

James Leung
+61 2 8256 0322
james.leung@fitchratings.com

Pasquale Giordano
+1 212 908 0797
pasquale.giordano@fitchratings.com

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

Contactos

EMEA

Markus Papenroth
+44 20 3530 1707
markus.papenroth@fitchratings.com

APAC

Ben McCarthy
+61 2 8256 0388
ben.mccarthy@fitchratings.com

EE.UU.

John H. Bella
+1 212 908 0243
john.bella@fitchratings.com

Latinoamérica

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

Fuentes de Datos

Fitch ha desarrollado estas metodologías con base en los datos recibidos al analizar y calificar transacciones en esta clase de activos. Las fuentes y tipos de datos utilizados en el desarrollo de la metodología son en gran parte los mismos que los recibidos en el proceso de calificación de una transacción (véase [Apéndice 2: Resumen Lista de Información](#)). En general, la fuente principal de los datos es el originador, que proporciona lo siguiente:

- datos de cartera (estratificaciones o a nivel de crédito por crédito);
- información de desempeño histórico;
- estratificaciones del portafolio histórico o series de tiempo de parámetros clave (por ejemplo, plazo original de los activos).

El análisis de Fitch también se complementará con datos de mercado proporcionados por terceros, ya sea directamente por la agencia o a través del originador, por ejemplo:

- información de desempeño histórico de transacciones de pares (incluyendo informes de índices de Fitch);
- información de desempeño histórico de los originadores comparables;
- estadísticas nacionales o datos del banco central sobre saldos y desempeño de créditos de consumo (cuando estén disponible);
- datos macroeconómicos de variables relevantes para el desempeño de incumplimientos, incluyendo las tasas de desempleo y de interés;
- datos sobre variables relevantes en el desempeño de la recuperación, incluyendo precios de los automóviles usados.

Para continuar con la calificación de una transacción, Fitch debe recibir información suficiente, aunque esta puede ser menos detallada que la que está disponible para nuevas calificaciones de transacciones antes de cerrar. La fuente principal de información de Fitch para el monitoreo de transacciones son los informes mensuales o trimestrales de los inversionistas o administradores y, cada vez en la región EMEA y Australia, los datos crédito por crédito.

Calidad de los Datos

El enfoque de calificación descrito en esta metodología utiliza datos de desempeño histórico para formar una expectativa del desempeño futuro.

Fitch espera que los datos de desempeño histórico muestren el desempeño de los deudores en relación con los términos de pago contractuales originales. Las prácticas de los administradores/originadores, tales como las modificaciones o refinanciación de préstamos (fuera de la operación de bursatilización), pueden dar lugar a niveles de morosidad y de incumplimiento históricos subestimados. En tales casos, Fitch espera que se le proporcione información adicional para que el impacto de tales prácticas de los administradores/originadores pueda ser aislado y excluido.

El análisis de datos históricos presenta limitaciones debido a factores que incluyen: (i) la disponibilidad limitada de datos debido a la duración de la serie de datos y/o la serie de datos que se deriva exclusivamente de un período económico benigno; (ii) la falta de granularidad en el portafolio subyacente; y/o (iii) un cambio en las prácticas de originación de tal manera que los datos históricos no sean un reflejo de los activos bursatilizados (por ejemplo, causados por cambios en: los modelos de calificación, objetivo de negocio o las características de los préstamos/arrendamientos tales como plazo, crédito a valor (LTV; *loan-to-value*)/anticipo o pago final (cuota residual). En tales casos, Fitch determinará si se debe aplicar metodología o utilizar un enfoque de calificación alternativo. Cualquier limitación de calificación y de datos significativos, ajustes o supuestos aplicados por la agencia se destacará en sus informes de calificación de las transacciones.

La evaluación inicial de datos del portafolio es respaldada por el reporte de procedimientos previamente acordado (AUP; *agreed-upon-procedures*) cuando esté disponible. Los reportes AUP son preparados por firmas auditoras seleccionadas normalmente por el estructurador o el originador para evaluar el nivel de error en los datos del colateral crédito por crédito (*loan-by-*

loan) comparado con la información en los documentos del originador. Un AUP podría no estar disponible en todas las jurisdicciones y puede que no sea aplicable a cuentas por cobrar originadas totalmente en línea y para las cuales la documentación puede no existir.

Al momento del análisis inicial, o durante la revisión del administrador en algunas regiones, la agencia puede revisar también una muestra pequeña de archivos del originador para evaluar si la información contenida en los archivos revisados es consistente con las políticas y prácticas de suscripción y la otra información que se le proporcionó respecto a la cartera de activos.

En el seguimiento de las transacciones, Fitch generalmente no recibirá reportes AUP ni conducirá revisiones de los archivos del originador, a menos que la transacción se encuentre en un proceso de nueva emisión o reestructuración.

Monitoreo de Datos del Portafolio

Si datos de fuentes múltiples complementan los informes actualizados regularmente de los inversionistas o *servicer*, Fitch tratará de identificar cualquier discrepancia entre ellos. El análisis también incluirá una comparación de las tendencias de período a período para identificar información faltante o movimientos inusuales que pudieran reflejar un error en los datos y una comparación con promedios de cohorte para identificar cifras inusuales que puedan reflejar un error en la información.

La información debe incluir el saldo de los créditos, el desglose de créditos por subproductos, el estatus de morosidad de los créditos, los montos de interés y principal cobrados, los prepagos, las tasas de incumplimiento y de recuperación. En la medida en que el comportamiento reportado del activo sea afectado por cualquier forma de apoyo del originador, incluyendo modificaciones del crédito, refinanciamiento del crédito o la recompra de los activos, la magnitud y el impacto de dicho apoyo deberá ser claramente informado. El reporte del *servicer* puede ser complementado con datos adicionales proporcionados por el originador o el administrador.

Fitch identificará y tratará de resolver cualquier problema con los datos antes de proceder con el análisis de dicha transacción. Si los datos esenciales para el análisis no están disponibles, no son de confianza o Fitch determina que son insuficientes, la agencia retirará las calificaciones relacionadas.

El seguimiento de una transacción revolving requiere de información más detallada en cuanto a cambios en la composición del portafolio y el desempeño relativo de la cartera, comparados con los supuestos que se hicieron para calificar la transacción al inicio. Esto se debe a la característica de reposición (por la cual nuevos activos se agregan a la cartera) y a la ausencia de cualquier disminución de apalancamiento, lo que quiere decir que la estructura no acumuló ninguna protección crediticia adicional durante el período de revolvencia. Otros factores como las recompras de carteras morosas son también importantes al evaluar la efectividad de los detonantes de amortización acelerada en el control del riesgo en el período de revolvencia.

Además, las transacciones revolventes están expuestas al riesgo de cambios en los estándares de originación durante el período de revolvencia. Si un deterioro del desempeño se reporta o se considera probable, Fitch pedirá actualizaciones de la información respecto a procedimientos y controles de originación, así como de los perfiles y límites del producto. Además, los originadores y los *servicers* deberán proporcionar información puntual de cualquier cambio material en sus originaciones, suscripciones, procesos de cobro o perfiles de producto.

Análisis de Activos

Fitch evalúa la calidad de los activos de las transacciones propuestas, mostradas por los originadores y sus estructuradores. La agencia identifica los riesgos bajo distintos escenarios de calificación y forma una opinión de la capacidad de ciertas estructuras para mitigar dichos riesgos.

Productos y Subproductos

Dentro de una cartera de crédito, los diferentes subproductos pueden exhibir características de desempeño muy distintas. Ejemplos de las distinciones de productos incluyen: (i) distinciones propias del originador entre productos; (ii) el tipo de deudor; (iii) los canales de originación; (iv) el proceso de suscripción; (v) el propósito del préstamo/arrendamiento; (vi) el tipo de activo

subyacente; o (vii) los depósitos o el LTV para el préstamo automotriz. Las distinciones se pueden hacer usando diversas categorizaciones.

Fitch revisará los términos y características de los productos que se espera que sean incluidos dentro de la bursatilización, enfocándose en los puntos descritos en el párrafo anterior. Fitch puede subdividir la cartera bursatilizada en subproductos que sean homogéneos con respecto al desempeño esperado para realizar su análisis de activos (ver las secciones [Riesgo de Incumplimiento](#) y [Tiempo de Recuperación](#)). En este caso, el caso base y los supuestos de estrés usados en el análisis de calificación serán el promedio ponderado del total de acuerdo al peso real o estresado para cada subproducto.

Cuando una transacción es revolvente y los documentos de la transacción estipulan las proporciones máximas de los productos, Fitch asumirá que dentro de estos límites de concentración la cartera se moverá hacia un caso de estrés durante el período de revolvencia (véase también [Restricciones de Cartera: Límites de Concentración y Condiciones de Reposición](#)). Los dos riesgos principales son el aumento en el horizonte de riesgo y el posible traslado a una cartera con características más débiles, mientras la cartera original es substituida. Fitch incluirá sus supuestos utilizados respecto a la mezcla de cartera en estrés en sus informes de transacción específica.

Criterios de Elegibilidad y del Portafolio

Los criterios de elegibilidad y del portafolio ayudan a mitigar el riesgo relacionado con el tipo y la calidad de los activos incluidos dentro de la cartera de la transacción. Los criterios típicos de elegibilidad a nivel de préstamo incluyen:

- originado alineado con las directrices de suscripción del originador;
- cumple con y es ejecutable bajo la legislación de financiación al consumo;
- no tiene más de 30 días de atrasos o contratos dados de baja/anulados;
- plazo máximo del préstamo/arrendamiento;
- tasa de interés o margen financiero mínimo para cada préstamo/arrendamiento en la cartera;
- plazo máximo original y remanente para cada contrato;
- pago máximo reembolsable al vencimiento como porcentaje de la cantidad financiada;
- ningún empleado del originador.

Los límites típicos de concentración de cartera, los cuales son especialmente relevantes para las transacciones revolventes, incluyen:

- concentración máxima por deudor;
- porcentaje máximo de los diferentes productos de préstamo;
- concentraciones geográficas;
- máximo valor residual (RV; *residual value*) o pago creciente al vencimiento por contrato, por portafolio o subcartera;
- tasa mínima promedio ponderado de interés;
- RV/pago creciente al vencimiento máximo del portafolio o subcartera;
- concentración máxima por empleador (agente de retención) (para préstamos deducibles de nómina, si aplica - ver Apéndice 4: ABS de Créditos de Nómina);
- LTV máximo / o pago mínimo o anticipo en caso de transacciones de préstamo automotriz;
- distribución de puntajes (*scores*) internos.

Fitch evaluará el impacto en la calificación de los criterios de elegibilidad, transacción por transacción, mediante la identificación de los riesgos y teniendo en cuenta los factores mitigantes disponibles.

La documentación de la transacción generalmente obliga a los originadores a recomprar los activos vendidos al emisor que eran no elegibles en el momento de la venta. Fitch asume que los originadores cumplirán con los criterios de elegibilidad al seleccionar la cartera y cumplirán con sus obligaciones contractuales de recompra en caso de que los criterios de elegibilidad no se cumplan por cualquier motivo. El análisis de crédito, por lo tanto, no considera el riesgo de los activos no elegibles que se venden a la transacción.

Riesgo de Incumplimiento

Los documentos de la transacción definen el punto en el que los créditos se clasifican como vencidos (en incumplimiento). Típicamente, esto sucederá cuando ocurra lo primero entre cierto período de morosidad (por ejemplo, 90 días) o el acontecimiento de otro evento o circunstancia que hace que el administrador clasifique el crédito como incobrable (por ejemplo, la insolvencia del deudor).

En general, se espera que el análisis de Fitch siga la definición de incumplimiento predeterminada de la transacción y, por lo tanto, los datos históricos se proporcionen en la misma base. En algunas instancias, datos históricos sugieren que el incumplimiento ocurre más temprano que el período definido de morosidad. Esta información histórica también informará la definición usada en el caso de modelación del flujo de efectivo.

Una definición de incumplimiento tardía normalmente dará lugar a una tasa de incumplimiento más baja, así como una tasa de recuperación más baja, cuya extensión dependerá de la tasa de curación que se logre entre las diferentes etapas de morosidad y la forma en que se refleja en la información de la tasa de recuperación. La expectativa final de pérdida; sin embargo, es la misma independientemente de la definición por incumplimiento aplicada. Fitch no suele esperar que la definición de incumplimiento exceda de 120 a 180 días para los portafolios de préstamos al consumo.

En adición a lo anterior, Fitch solicita que sean provistos datos de incumplimiento en una base de 90 días de morosidad para comparar las transacciones sobre bases similares entre originadores diferentes y jurisdicciones diferentes. Para mitigar el riesgo de que una definición de incumplimiento tardía o una tasa de recuperación alta en una transacción en particular pudieran distorsionar el análisis cuantitativo, Fitch podría basar su análisis de la transacción en una definición de incumplimiento más temprana.

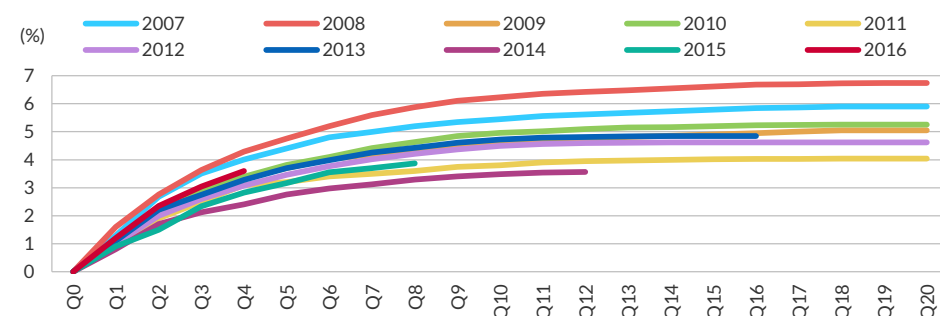
Cuando una transacción no sigue una definición de “incumplimiento” ligada a días de morosidad, Fitch basa su análisis en un momento predeterminado estimado, derivado de la revisión histórica de los incumplimientos. Cuando la agencia tiene la preocupación de que el administrador puede modificar la definición de incumplimiento con respecto al tiempo (*timing*) -si esto se permite bajo la documentación de la transacción o inherencia a las normas de administración-, las calificaciones máximas de la transacción se podrían restringir o Fitch podría no asignar calificaciones a la transacción.

Una cartera puede estar expuesta a la concentración de deudores, lo cual no es un riesgo contemplado en este reporte metodológico, el cual supone una cartera granular. Fitch, como resultado, puede analizar un aspecto específico (por ejemplo: riesgo de incumplimiento) en el marco de la metodología *SME Balance-Sheet Securitisation Rating Criteria*, mientras que otros aspectos (por ejemplo, expectativas de recuperación) se revisan bajo esta reporte metodológico.

Supuestos de Incumplimiento en el Caso Base

El caso base de incumplimiento se define como el valor de los créditos que Fitch espera clasificar como incumplidos y se expresa como un porcentaje del saldo agregado al inicio de los préstamos durante la duración de estos. El caso base es la mejor predicción de Fitch sobre el comportamiento predeterminado en la vida de los activos subyacentes y no está destinado para tener un “colchón adicional” contra cualquier deterioro económico inesperado. El caso base deriva de una combinación de consideraciones cuantitativas y cualitativas.

Cosechas de Niveles de Incumplimiento



Q - Trimestre, sigla en inglés
Fuente: Fitch Ratings

Para derivar el caso base, Fitch comienza con el desempeño histórico de un activo correspondiente del mismo originador, calidad y composición de la cartera a ser bursatilizada. El caso base se determina para cada tipo de producto de manera individual. Siempre se establece para cubrir el plazo máximo original de crédito. Se espera que la información disponible cubra la mayor parte del término original de los préstamos, de modo que las curvas de incumplimiento lleguen a un punto de aplanamiento.

Una cartera estática es un grupo de activos generados durante un período específico en el calendario, ya sea un mes, un trimestre o un año (se le conoce como la “cosecha” de la información). En la gráfica anterior, se presenta información en relación con el año de origen, que muestra el desempeño en el incumplimiento con respecto a los trimestres desde su originación (eje X). Fitch podría usar su modelo de proyección de pérdidas ABS, “ABS Loss Forecaster”, para extrapolar cosechas más recientes basadas en otras más establecidas, pero la extrapolación no sustituye la información histórica más robusta. Se espera un mínimo de cinco puntos al usar este modelo y el resultado será solo una guía sobre el desempeño futuro.

Cuando se forme un supuesto de caso base, Fitch tomará en cuenta las siguientes consideraciones cualitativas para ajustar cualquier resultado derivado cuantitativamente:

- Si la información histórica es volátil o muestra una cierta tendencia, el análisis de Fitch se centrará en los causantes de estos patrones y su impacto en el desempeño de la cartera.
- La agencia también observará la información del originador o la transacción de morosidad dinámica e histórica, ya que esto puede dar una idea del desempeño del incumplimiento a corto plazo, los cambios en las normas de suscripción y la exposición al ciclo económico. El aumento de los niveles de morosidad indica la posibilidad de que los incumplimientos aumenten.
- Fitch utilizará datos específicos del originador como el principal medio para derivar los supuestos del caso base, debido al impacto de los factores específicos del originador sobre el desempeño del incumplimiento. Esto puede incluir, si se tiene disponible, el desempeño de transacciones del mismo originador y de un tipo de activo similar calificado por Fitch. Sin embargo, la agencia comparará la información de incumplimiento y los supuestos de caso base para distintos originadores con tipos de activos similares. También hará contrastes de las características del portafolio a ser bursatilizado con la cartera total del originador para establecer la relevancia es la información histórica para la determinación del caso base.
- Para préstamos con una proporción importante de pago creciente al vencimiento (*balloon*; su expresión en inglés), Fitch determinará si la información de desempeño histórico captura totalmente el estrés que los solicitantes de préstamos pueden experimentar al hacer un pago final. Como este no es caso frecuente (por ejemplo, porque los datos históricos no cubren el período completo o solo cubren un período benigno con opciones fáciles de refinanciación) es factible que Fitch aplique probabilidades de incumplimiento altas o estreses elevados, o bien, en casos extremos, puede limitar la máxima calificación posible para la transacción o declinar calificarla.

- Fitch también considerará el impacto de pagos balloon en la velocidad a la que los préstamos se amortizan. Un préstamo con un componente balloon se amortizará más lentamente que un préstamo con amortizaciones constantes, en igualdad de condiciones, lo que podría resultar en un saldo insoluto mayor al momento del incumplimiento. Este efecto estaría capturado en datos históricos para portafolios en donde los porcentajes de balloon han permanecido estables a través del tiempo, pero una tendencia creciente en la porción de créditos con componentes balloon a través de las cosechas de originación puede causar que Fitch haga un ajuste al alza de sus expectativas de incumplimiento.
- El equipo analítico de soberanos de Fitch contribuirá proveyendo el contexto económico de los datos históricos para determinar qué tanto estrés económico se incluye dentro de la información de incumplimiento histórico que se presenta para una transacción en particular. Esto se combina con perspectivas macroeconómicas de Fitch para la jurisdicción pertinente, con la finalidad de formar supuestos a futuro del caso base. Para las transacciones con períodos revolventes largos, las expectativas de Fitch estarán menos influidas por las perspectivas económicas de corto plazo.

Fitch considera que la calidad de la originación y la información macroeconómica (considerando el nivel general, los movimientos y tendencia) son los factores clave del desempeño de las transacciones respaldadas por cuentas por cobrar de créditos de consumo. Los datos de cosechas históricas, que abarcan un período de desempleo creciente, incluyen generalmente un grado de tensión económica (mientras que la conclusión opuesta se aplicaría a la información derivada de un período de desempleo estable o decreciente). Fitch comparará el rango de información macroeconómica (por ejemplo, los niveles de desempleo) y la magnitud de cualquier aumento en el período correspondiente a los datos de desempeño histórico con las expectativas de desempleo de la jurisdicción que corresponde al plazo de la operación. Este análisis, junto con los datos de otras transacciones similares, contribuirá a la perspectiva global de Fitch para este tipo de activos y se incorporará a las expectativas de casos base de la agencia.

Fitch ha visto datos históricos de incumplimiento que cuantitativamente podrían soportar casos base extremadamente bajos. Dado que incluso desviaciones nominales muy pequeñas de los valores históricos representarían desplazamientos relativos sustancialmente importantes, Fitch establece un piso para toda la vida del crédito (o en caso de análisis de monitoreo, para la vida restante) de 1% de incumplimiento en los casos base, a menos que datos históricos sustanciales estén disponibles para fundamentar niveles por debajo de este piso. El límite se aplica a los subgrupos individuales de la cartera bursatilizada.

Estrés de Incumplimiento para Cada Nivel de Calificación

El análisis de calificación de Fitch utiliza múltiplos de estrés para establecer un grado de alejamiento de los supuestos del caso base que sea apropiado para el nivel de calificación asignado. Aborda el riesgo de que el desempeño de incumplimiento actual pueda ser peor que el supuesto del caso base. Los supuestos estresados tienen como objetivo proporcionar una base para tener en cuenta el impacto del deterioro económico en el flujo de efectivo de la transacción.

Los múltiplos de la siguiente figura se aplican a la expectativa de incumplimiento del caso base para llegar a la tasa de incumplimiento para la calificación (RDR; *rating default rate*) para un escenario de calificación dado. La RDR será una entrada para el modelo de flujo de efectivo de Fitch. En la mayoría de las transacciones, los estreses aplicados caerán dentro del rango que se indica en la siguiente tabla; cuando Fitch aplica múltiplos fuera de estos rangos, como se describe más adelante, ello se revelará en los informes de calificación de las transacciones específicas.

Múltiplos de Estrés por Incumplimiento

Nivel de Calificación	Bajo (x)	Mediano (x)	Alto (x)
AAAsf	4.0	5.0	6.0
AAsf	3.2	4.0	4.8
Asf	2.4	3.0	3.6
BBBsf	1.8	2.2	2.6
BBsf	1.2	1.5	1.8

Bsf	1.1	1.2	1.3
-----	-----	-----	-----

Los estreses de incumplimiento de una calificación específica generalmente derivan de la interpolación entre los estreses aplicables a las categorías de calificación adyacentes. El nivel AA+sf: será un tercio de la distancia entre AA sf y AAA sf. El múltiplo de 'CCCSf' se asume igual a 1.0x. La interpolación entre 'Bsf' y 'CCCSf' sigue el mismo enfoque arriba, p.e. cada paso corresponde a un tercio de la distancia entre categorías.

Fuente: Fitch Ratings

Fitch generalmente espera que las RDR para escenarios de alta calificación sean relativamente estables a través de un ciclo económico representativo (para un portafolio determinado); para los niveles más bajos de calificación, pueden ser más reactivas a la tasa de incumplimiento actual del caso base. Como resultado de ello, dentro de los rangos mostrados arriba, los múltiplos usados por Fitch serán determinados con base en transacciones específicas, en conjunto con el supuesto del caso base y teniendo en consideración factores cualitativos como los siguientes.

- Desempeño esperado (caso base) con respecto al ciclo económico: Como los estreses están destinados a proporcionar protección contra el deterioro económico, Fitch considera apropiado aplicar un múltiplo superior sobre la mediana si el caso base no incorpora un elemento de estrés económico. Si, por ejemplo, el caso base, destinado para cubrir la expectativa de desempeño por incumplimiento para el término de la transacción, se basa en un panorama económico estable o positivo, se aplicará un múltiplo alto. El escenario opuesto, en que el caso base incluye un elemento de estrés económico (por ejemplo, la expectativa de un aumento de desempleo), daría lugar a un múltiplo inferior. Esta consideración es típicamente la más importante, dado que Fitch espera RDR relativamente estables en escenarios de calificación altos a través del tiempo
- Sin embargo, esta estabilidad puede no ser siempre apropiada; El estrés económico fuera de los patrones representativos del ciclo económico puede requerir el restablecimiento de los RDR en toda la escala de calificación. Los choques raros, exógenos e imprevistos pueden tener implicaciones graves para el desempeño del portafolio que no se capturan adecuadamente ni siquiera en el escenario "AAA" previo al choque. Además, la confiabilidad de los datos históricos que cubren períodos de estrés anteriores como indicadores del desempeño futuro bajo estrés puede verse reducida. En tales casos, la lógica de compensar en gran medida los aumentos de las expectativas del caso base con disminuciones de los múltiplos de incumplimiento en los niveles de calificación más altos no se aplica necesariamente (consulte Múltiplos por debajo del Rango y Respuesta a Choques Exógenos Severos).
- Cantidad y volatilidad de los datos históricos: Datos históricos limitados y un desempeño volátil darían lugar a preocupaciones con respecto a la coherencia de los procesos de originación y cobranza. Fitch puede identificar limitaciones de datos incluso si el período de tiempo cubierto es sustancial, pero las originaciones fueron sujetas a cambios significativos. Las carteras con un desempeño histórico inestable también son propensas a ser más volátiles en caso de un estrés económico y, por lo tanto, se aplicaría un múltiplo superior. El escenario opuesto, en que la información histórica es consistente, especialmente si incluye un período de estrés económico, conduciría a un múltiplo inferior. Sin embargo, se debe tener en cuenta que un estrés superior no puede mitigar datos insuficientes; tal suministro resultaría en un tope de calificación máxima o podría impedirle a Fitch asignar una calificación de cualquier nivel.
- Definición de incumplimiento: Una definición más temprana de incumplimiento resultaría típicamente en un supuesto mayor de caso base de incumplimiento y recuperación. Sin embargo, la expectativa de pérdida del caso base (incumplimientos menos recuperaciones) no se vería afectada por la elección de dicha definición. Con el fin de evitar que la elección de la definición de incumplimiento tenga un impacto desproporcionado en las expectativas de estrés de incumplimiento, recuperación y pérdida de Fitch, la agencia ajustará los estreses de calificación. Como resultado, siendo todo lo demás constante, las transacciones con una definición más temprana de incumplimiento estarán sujetas a un múltiplo predeterminado menor que las transacciones con una definición posterior de incumplimiento.

- Estabilidad de los volúmenes de originación: La información histórica que deriva de períodos de inestabilidad, sobre todo creciente, en los volúmenes de originación son típicamente menos predictivos que la información que deriva de volúmenes de originación estables. Esto se debe a que los mismos factores que apoyan el aumento de los volúmenes de originación también pueden afectar en el desempeño a futuro (por ejemplo, una distribución más amplia y normas de aceptación más bajas). Las expectativas del caso base que derivan de los volúmenes de originación inestables conducirían a un múltiplo más alto, mientras que los datos derivados de los volúmenes de originación estables llevarían a un múltiplo inferior. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que un estrés superior no puede mitigar la ausencia de información que sea representativa de los volúmenes de originación.
- Estabilidad de las características de la cartera: cambios a través del tiempo en las características de la cartera, dentro del desempeño histórico (por ejemplo, plazos originales más largos), deberían de abordarse en el supuesto del caso base. Sin embargo, los cambios más pequeños serán atendidos por la elección del múltiplo de estrés por incumplimiento.
- Diversidad de deudores: Dentro de las transacciones respaldadas por cuentas por cobrar de créditos de consumo, se espera un nivel alto de diversidad. Ciertas concentraciones, por ejemplo, regionales, expondrán más al portafolio en el evento de un estrés económico. El incremento de los múltiplos de estrés puede abordar el riesgo de ciertos portafolios, mientras que en otros casos Fitch utilizará criterios que abordan explícitamente el riesgo de concentración (véase [Apéndice 1: Criterios Aplicables para Carteras de Pymes](#)).
- Nivel absoluto del caso base: Donde los casos base son bajos en términos absolutos, (por ejemplo, en o cerca del nivel mínimo de 1%), Fitch tenderá a utilizar múltiplos más altos para hacer frente al riesgo de que un cambio mínimo en términos absolutos pueda llevar a un cambio grande en términos relativos. Cuando los casos base se fijan en niveles absolutos elevados, los múltiplos de estrés bajos pueden ser apropiados.
- Los dos factores siguientes funcionan como complementos del múltiplo cuando se presente:
 - Riesgo de pago al vencimiento del préstamo: Si los datos históricos solo cubren un período benigno con opciones de refinanciamiento fáciles, estos no capturan plenamente el riesgo que existe en un entorno económico de estrés cuando los solicitantes de un préstamo se enfrentan a los altos pagos al vencimiento del préstamo. Fitch, por lo tanto, aplicará un múltiplo de estrés más elevado para los subproductos que están sujetos al riesgo de alto pago al vencimiento del préstamo.
 - Período de revolvencia: Los períodos de revolvencia exponen la transacción al riesgo de cambios en las normas de originación, así como al riesgo de una recesión económica durante el horizonte amplio de la transacción. Si bien algunos de estos riesgos se abordan con criterios de reposición y detonantes de amortización anticipada, los períodos revolventes pueden contribuir a un riesgo de crédito mayor. Véase [Transacciones Revolventes](#) para mayores detalles sobre cómo Fitch observa los riesgos durante períodos de revolvencia. En igualdad de condiciones, un período de revolvencia de cualquier plazo tenderá a atraer múltiplos más altos que una transacción amortizable y sin un período de revolvencia.
- Consideraciones de riesgo país: Fitch aplicará estreses más altos si los activos están ubicados en países con riesgo mayor de volatilidad macroeconómica o de evento. Esto es normalmente el caso en países sujetos a límites de calificación debido al riesgo soberano y resultará normalmente en estreses que excedan los rangos que se muestran en la tabla de los Múltiplos de Estrés por Incumplimiento en la tabla anterior, hasta dos categorías de calificación (tres, para los mercados emergentes): como ejemplo, si el límite se colocara en 'BBBsf', Fitch vería la fila 'AAsf' de la tabla anterior para calificar la transacción 'BBBsf'. Véase la sección [Interacción con Criterios de Riesgo País](#) en este informe para mayores detalles.

- Consideraciones en escala nacional: Similar al tratamiento descrito en el párrafo anterior, se utilizarán múltiplos más altos para calificaciones en escala nacional. En particular, los múltiplos serán determinados ajustando primero el múltiplo relevante en la escala internacional con base en el marco descrito en el párrafo anterior. Una vez que dichos múltiplos se establecieron reflejando el riesgo país, Fitch identificará el múltiplo utilizado para la calificación en la escala internacional que se alinea actualmente con una calificación 'AAA(xxx)' en escala nacional; este múltiplo se convierte en la base para el estrés de calificación 'AAA(xxx)' (Fitch podría redondear el múltiplo).
- Finalmente, con el múltiplo de 'AAA(xxx)' establecido, todos los demás múltiplos serán derivados por medio de interpolación. Utilizando como ejemplo a México (calificado en 'BBB' en moneda local al momento de esta publicación), Fitch comenzará determinando el múltiplo para el límite de finanzas estructuradas (a partir de la metodología de riesgo país) de Asf. Fitch luego aplicará a 'Asf' el estrés de 'AAAsf' de la tabla de Múltiplos de Estrés por Incumplimiento. Los estreses son entonces intrapolados para todas las demás calificaciones, con el estrés de 'BBBs' correspondiendo a 'AAA(mex)'. Para más detalles sobre las calificaciones en escala nacional, véase la "Metodología de Calificaciones en Escala Nacional".
- A pesar de lo anterior, las transacciones calificadas en la escala nacional pueden incorporar originadores (por ejemplo: empresas multinacionales) calificadas iguales o superiores a la calificación más alta de las notas. Además de reducir la probabilidad de sustituciones del administrador, Fitch considerará una entidad calificada superior a las notas sénior que sea más propensa a ofrecer apoyo, (por ejemplo: recomprando activos o proporcionando más flujo de efectivo al renunciar a las comisiones de administración), lo que puede dar lugar a la aplicación de múltiplos más bajos que los que se enumeran en la tabla anterior de Múltiplos de Estrés por Incumplimiento.

La importancia de los factores mencionados variará para los diferentes portafolios. Los estreses finales se seleccionarán de forma cualitativa y la justificación se describirá en los informes de calificación.

Muchas transacciones contienen aspectos positivos y negativos de los anteriores, compensándose parcialmente unos a otros. Fitch todavía puede decidir aplicar múltiplos fuera de los rangos enumerados (y divulgarlo en el reporte de la transacción). Un múltiplo por encima del rango será aplicado por las siguientes razones:

- casos base establecidos en niveles bajos en términos absolutos, ya que un pequeño cambio en términos absolutos representará un cambio relativo grande;
- cuando los detonantes relacionados con accionar una amortización anticipada -desde la perspectiva de la calificadora- no protegen adecuadamente contra el deterioro de activos;
- cuando los datos históricos solo están disponibles para situaciones económicas muy benignas o no suficientes para cubrir sustancialmente el ciclo de vida de los créditos;
- el riesgo de amortizaciones crecientes (*balloon*; su expresión en inglés) es significativo; o
- el riesgo país está presente;

Un múltiplo por encima del rango establecido para una subcartera modelada determinada no puede ser mayor de 8 veces (x) al nivel 'AAAsf' (o para categorías más bajas, el nivel interpolado equivalente) sin que constituya una variación de criterios.

Mientras que los rangos de estrés mencionados arriba proporcionan una herramienta para reflejar la expectativa que los diferentes portafolios responderán de manera diferente al deterioro económico, Fitch destaca que la aplicación de estreses más altos no niega la importancia de prácticas de originación y administración adecuadas, así como la disponibilidad de información histórica, confiable y suficiente, al definir las expectativas del caso base. En caso de no disponer de prácticas adecuadas de originación y administración o de información suficiente, Fitch puede ser incapaz de derivar las expectativas del caso base con un grado suficiente de robustez aplicando este enfoque de calificación y, en tal caso, ello resultará en la aplicación de un tope máximo de calificación para la transacción. Lo mismo ocurre cuando los

otros factores mencionados son “extremos”, por ejemplo, cuando el período de revolvencia de una transacción es muy largo y el plazo de los activos mucho más corto.

Múltiplos por debajo del Rango y Respuesta a Choques Exógenos Severos

Se pueden aplicar múltiplos por debajo del rango cuando los supuestos de incumplimiento del caso base son tan altos (por ejemplo, 12%) que aplicar un múltiplo incluso en el extremo inferior del rango implicaría un nivel de incumplimientos no concebible en el escenario de calificación en consideración.

Los choques exógenos raros e inesperados, como desastres naturales, incidentes de salud pública o disturbios civiles, que pueden tener implicaciones económicas materiales inesperadas, también pueden justificar el uso de múltiplos por debajo del rango, si Fitch concluye que, los supuestos del activo en el nivel de calificación más alto, siguen siendo adecuados a pesar de un aumento sustancial de las expectativas de incumplimiento base. Los múltiplos se comprimirán para esas categorías de calificación alta. La forma en que los supuestos en toda la escala de calificación tendrán que ser recalibrados en respuesta es difícil de predecir por su propia naturaleza y será muy específica para cada caso, pero el concepto de a través del ciclo no se extiende automáticamente a tales eventos.

En calificaciones más bajas, Fitch puede elegir mantener los múltiplos de estrés por encima de los niveles implícitos por interpolación estándar para seguir su principio de alinear esos supuestos del activo más de cerca con los casos base fluctuantes.

Las publicaciones de calificación identificarían claramente el evento de choque al que se responde y el razonamiento de los múltiplos resultantes a través de la escala de calificación. En la mayoría de los casos, un múltiplo asignado por debajo del rango se aplicaría solo de forma temporal, hasta que el próximo análisis de fondo brinde claridad sobre las consecuencias a largo plazo del choque, lo que probablemente permitiría un reajuste de los supuestos con múltiplos en el rango regular de la metodología.

Recuperaciones

Supuestos de Recuperación en el Caso Base

Los supuestos de recuperación del caso base se pueden definir como los ingresos en efectivo (expresado como un porcentaje del saldo correspondiente en incumplimiento) que Fitch espera que el emisor realice de aquellos créditos que se convierten en créditos incumplidos. Dichos ingresos pueden incluir los pagos en efectivo de los deudores y los ingresos por la venta de los activos dados en garantía. En el caso de las recuperaciones que se logran como resultado de la cura o redesepeño del crédito en incumplimiento, Fitch considera tales cantidades al momento de que cada pago en efectivo es realizado, en lugar de una recuperación completa e inmediata.

El caso base se deriva al realizar un análisis de información estática y la aplicación de consideraciones cualitativas. Datos estáticos de recuperación son analizados de manera similar a los datos de incumplimiento estáticos, con la excepción de que la información de recuperación estática se analice con respecto al período de incumplimiento en lugar del período de originación y que los niveles se muestren como porcentaje de la cantidad de principal en incumplimiento en lugar de la cantidad de principal originada.

Fitch tendrá en cuenta las consideraciones cualitativas, incluyendo posibles limitaciones legales u operacionales en las capacidades de recuperación del emisor para derivar los supuestos de recuperación del caso base. Por ejemplo, en el caso de los créditos cuyos pagos están garantizados por un activo, si el emisor no se beneficia de la misma cobertura que el originador, entonces las recuperaciones del caso base se reducirán, posiblemente a cero.

Esta información se utiliza para derivar los supuestos de la tasa de recuperación acumulada y un vector para la recuperación. La agencia también tendrá en cuenta otra información proporcionada por el originador o información al alcance de Fitch, incluyendo la comparación de pares al derivar los supuestos de recuperación.

Para los análisis periódicos de las transacciones existentes, también se evaluarán las recuperaciones del inventario existente de activos en incumplimiento, en la medida en que se puedan esperar más ingresos.

Estrés de Recuperación para Cada Nivel de Calificación

El análisis de calificación de Fitch incluirá reducciones para incorporar el riesgo de que el desempeño actual de recuperación pueda ser peor que el supuesto del caso base. Los supuestos estresados tienen como objetivo proporcionar una plataforma para tener en cuenta el impacto del deterioro económico en el flujo de efectivo de la transacción; para contratos de financiamiento garantizado, estos supuestos también asumen la bancarrota del fabricante del bien financiado en los escenarios de calificación más alta. Las reducciones en la siguiente tabla se aplicarán como una disminución al supuesto de recuperación del caso base en diferentes escenarios de estrés. Estrés fuera de estos rangos constituirán una variación de criterio (ver también [Interacción con Criterios de Riesgo País](#)).

Reducciones en Recuperaciones por Estrés

Nivel de Calificación	Bajo (%)	Mediano (%)	Alto (%)
AAAsf	40	50	60
AAsf	32	40	48
Asf	24	30	36
BBBs	18	22.5	27
BBsf	12	15	18
Bsf	8	10	12

Los estreses de la calificación específica (*notch-specific*) de recuperación derivan de la interpolación entre los estreses aplicables a las categorías de calificación adyacentes. Ver la nota a pie de página de la tabla Múltiplos de Estrés por Incumplimiento para la interpolación entre 'AAAsf' / 'AAAsf' y 'CCCs' / 'Bs'. 'CCCs' no asume un nivel de estrés en recuperaciones.

Fuente: Fitch Ratings

Dentro de los rangos anteriores, Fitch determinará la reducción aplicable a cada transacción específica, en conjunto con el supuesto del caso base y la consideración de factores cualitativos incluyendo los siguientes.

- Recuperaciones esperadas (caso base) en relación con el ciclo económico: Como los estreses están destinados a proporcionar protección contra el deterioro económico, Fitch considera apropiado aplicar un estrés por debajo de la mediana si el caso base ya incorpora un elemento de estrés económico (y viceversa). Por ejemplo, si se espera una recesión económica a corto plazo y el caso base se ha fijado por debajo del promedio histórico para capturar el impacto esperado, esto justificaría un estrés de recuperación más bajo en relación con el caso base que se ha establecido cerca del desempeño promedio a largo plazo.
- Cantidad y volatilidad de datos históricos: La recuperación histórica, con base en una muestra amplia de créditos en incumplimiento y la muestra de un desempeño estable, implicaría un estrés por debajo de la media (y viceversa).
- Definición de incumplimiento: Una definición de incumplimiento más temprana resultaría generalmente en supuestos de caso base de incumplimiento y recuperación mayor. Sin embargo, la expectativa de pérdida del caso base (incumplimientos menos recuperaciones) no se vería afectada por la elección de dicha definición. Con el fin de evitar que la elección de la definición de incumplimiento tenga un impacto desproporcionado en las expectativas de estrés de incumplimiento, recuperación y pérdida de Fitch, la agencia ajustará el estrés de calificación. Como resultado, siendo todo lo demás constante, las transacciones con una definición de incumplimiento más temprana estarán sujetas a reducciones más altas en las recuperaciones que transacciones con una definición de incumplimiento tardía.
- Estabilidad de las características de la cartera: Los cambios de las características de la cartera a través del tiempo, en el desempeño histórico (por ejemplo: plazos más largos de origen), se deberían abordar en los supuestos del caso base. Sin embargo, los cambios mínimos se tratarán mediante la elección de la reducción al supuesto base de recuperación.

- Tipo de cartera (con garantía contra sin garantía): Este criterio se dirige a ambos tipos de crédito, con garantía (por ejemplo: las transacciones de préstamos de automóviles en las que el emisor se beneficia del título u otro de relación con el vehículo) y sin garantía (por ejemplo, las transacciones de préstamo al consumo sin garantía en que las recuperaciones se logran a través del recurso hacia el solicitante del préstamo) de las transacciones ABS. Por lo general, la tasa de recuperación histórica de los portafolios sin garantía es significativamente más baja que aquella en la que los préstamos/ arrendamientos poseen garantía y, por lo tanto, se asumen casos base más bajos. Por otra parte, Fitch considera que las recuperaciones sin garantía se verían más afectadas en una recesión económica (y, por consiguiente, podrían recibir una reducción mayor).
- Procesos de recuperación: Los procesos y tiempos de recuperación pueden variar dependiendo de la jurisdicción y la clase de activos. A menudo, el impacto se reflejará dentro del supuesto del caso base derivado de la información histórica. Por ejemplo, los casos base más altos se observan en general en las clases de activos con garantía cuando el marco jurídico relevante permite una recuperación rápida, así como la venta de la garantía. Sin embargo, el nivel de estrés puede variar dentro de los rangos anteriores para dar cabida a tales consideraciones, al grado en el que se espera que se pronuncie en un escenario de estrés.
- Algunos originadores se basan, ocasionalmente, en la venta de activos no productivos (NPL; *non-performing assets*). Fitch considerará la etapa en que se llevan a cabo dichas ventas de deudas, el número de y los arreglos con compradores de NPL, el mercado de NPL correspondiente y si el originador tendría la capacidad y las habilidades de trabajar moras de la última etapa en caso de que un mercado de NPL dejara de existir. La presencia de convenios de venta de deuda en la información histórica podría no derivar en un ajuste en los supuestos analíticos en sí mismos, pero Fitch aplicará mayores recortes de recuperación a transacciones que dependan de un mercado de ventas de deuda.
- Consideraciones de riesgo país y de escala nacional: Estos aplican de manera similar a lo descrito en las últimas dos viñetas del tema *Estreses de Incumplimiento para Calificación*.

En algunas transacciones y/o jurisdicciones, Fitch podría concluir que el acceso a recuperaciones garantizadas, por ejemplo, de carros, podría ser legalmente desafiante y no robusto en todas las circunstancias. En dichos casos, Fitch utilizará reducciones más altas que las que se describen arriba o no considerará en lo absoluto recuperaciones garantizadas en su análisis.

Monitoreo de Supuestos de los Activos

Después de que la transacción ha cerrado, más información estará disponible acerca del desempeño de los créditos y la composición del saldo de cartera, pero los datos entregados para el análisis inicial por lo general no serán actualizados o solo tendrán menor grado de detalle. Por ejemplo, los reportes de transacciones típicamente no incluyen variables de desempeño por subgrupos, mientras que Fitch puede haber asignado supuestos separados de activos en su análisis original. Sin embargo, un conjunto de datos de calificación inicial completo, que se haga disponible para cualquier portafolio similar por el mismo originador, podría ser considerado también cuando se actualicen los supuestos existentes. Una vez que se establezca un supuesto de incumplimiento permanente actualizado, al sustraer los incumplimientos observados devolverá los incumplimientos restantes esperados.

En las revisiones periódicas que Fitch realiza sobre las transacciones existentes, el nivel del caso base y los supuestos estresados serán reevaluados de acuerdo con la metodología descrita en este reporte para reflejar las expectativas económicas de Fitch, el desempeño reportado (incluyendo la tendencia de morosidades observada) y el estado actual de la cartera. Los supuestos utilizados en el análisis reflejarán el desempeño de la transacción, lo cual podría resultar en una revisión de las expectativas del caso base anterior.

En particular, la tasa de incumplimiento del caso base es el único supuesto que la agencia revisará de manera más frecuente. Como primer paso, Fitch comparará los incumplimientos acumulados observados contra sus expectativas al momento del cierre. Fitch revisará la tasa de incumplimiento anualizada (ADR; *annualised default rate*) de dos maneras posibles: si una conversión del incumplimiento durante la vida del activo en una expectativa de ADR se efectuó

previamente puede compararse con la trayectoria de ADR real informado para la transacción; desviaciones importantes pueden indicar una corrección al supuesto de incumplimiento durante la vida del activo. De manera alternativa, una aproximación simple de incumplimiento durante el tiempo restante de la vida del activo puede obtenerse de una ADR estable observada y de la vida media ponderada del activo suponiendo prepagos del caso base (WAL; *weighted average life*) del portafolio restante.

Particularmente en casos en los que las transacciones tienen definiciones de incumplimiento más largas, Fitch puede aplicar análisis alternativos, como se describe en este y el siguiente párrafo. Las transacciones con definiciones de incumplimiento más largas pueden experimentar una mayor cantidad de activos morosos, acumulándose en posibles incumplimientos en una etapa posterior y, por lo tanto, atrayendo ajustes analíticos, siendo todo lo demás igual; un análisis de migración puede ajustarse a estos casos. Fitch ajustará la tasa de incumplimiento aplicada al portafolio de activos morosos en el momento del análisis y a las tendencias en las morosidades observadas, suponiendo en general que todos los activos con más de 90 días de vencimiento incumplirán, a menos que exista evidencia de curas materiales.

Asimismo, Fitch puede revisar su caso base esperado considerando la proyección del factor de cartera, mediante la cual la tasa de incumplimiento observada se divide por la amortización de cartera hasta el momento (es decir, 1 - factor de cartera). De manera alternativa, la proyección de curva de incumplimiento puede utilizarse, la cual obtiene los incumplimientos durante la vida del activo corregidos, al dividir los incumplimientos observados por la proporción de incumplimientos que Fitch esperó inicialmente que hubieran ocurrido para esa fecha. Finalmente, un análisis similar con transacciones parecidas de diferentes emisores u otras emisiones del mismo emisor también pueden utilizarse.

Los estreses de calificaciones anteriores también se evaluarán en cada análisis subsecuente para tomar en consideración cambios en los factores anteriores, por ejemplo: el final del período de revolvencia, concentración de deudores, un historial de datos más largo o cambios en el nivel absoluto del caso base. Como ilustración, en el contexto de un deterioro esperado del desempeño, el nivel absoluto del escenario base probablemente se ajustaría al alza mientras que los estreses de calificación en las categorías de calificación más altas se ajustarían a la baja acorde con nuestro enfoque de calificación a lo largo del ciclo en los escenarios de calificación más alta y un enfoque basado en expectativas en los escenarios de calificación más baja.

Para el enfoque de Fitch para el análisis de flujo de efectivo sobre las transacciones existentes, consultar [Modelación en Seguimiento](#).

Análisis de Riesgo Estructural – Estructura del Pasivo

Fitch revisa la estructura del pasivo de las transacciones que presentan los originadores y sus estructuradores. La agencia identifica los riesgos bajo diferentes escenarios de calificación y forma un punto de vista sobre la capacidad de las estructuras dadas para mitigarlos. La sección siguiente describe las características estándares de las transacciones respaldadas por cuentas por cobrar de crédito de consumo; sin embargo, cabe señalar que Fitch no recomienda o aprueba ninguna característica estructural en particular.

Mejoras Crediticias

Fitch revisará la estructura de la mejora de crédito de cada transacción y la incluirá en su modelo de flujo de efectivo.

Sobrecolateralización y Subordinación

Los créditos en exceso del monto de cualquiera de las clases de determinados bonos (en particular, de la cantidad de bonos de las clases sénior) protegen dichos bonos calificados contra el riesgo de créditos en incumplimiento.

Reservas en Efectivo

Para las transacciones que utilizan reservas en efectivo, Fitch analizará los escenarios en los que se pueden utilizar, por ejemplo, para cubrir altos gastos, costos por intereses y créditos en incumplimiento. En caso de que la reserva se pueda utilizar para cubrir los créditos en incumplimiento, existe el riesgo de que la misma se pueda consumir por completo, por lo que no estaría disponible para propósitos de liquidez (a menos que las disposiciones de esta reserva

para cubrir los créditos en incumplimiento estén limitadas por los términos de los documentos de la transacción).

Fitch analizará la estructura con respecto a la acumulación y la amortización de la reserva en efectivo. Estas características, según lo establecido en la documentación de la transacción, se incluirán en el modelo del flujo de efectivo. En particular, Fitch evaluará el impacto de una distribución de incumplimientos concentrados al final de la vida de la transacción (*back-loaded*) en una estructura de este tipo y revisará si las cantidades de reservas mínimas son adecuadas.

Exceso de Margen Financiero

Cuando el rendimiento del portafolio crediticio supera los costos por intereses y gastos, habrá una fuente de fondos para cubrir los créditos en incumplimiento, sujeta a la estructura de la transacción y la prioridad de pagos. La cantidad de exceso de margen financiero que cubre los créditos en incumplimiento dependerá del prepago, el rendimiento y la morosidad de los créditos. Esto se incluirá en el modelo del flujo de efectivo de Fitch. Dado el nivel alto de rendimiento del portafolio que se encuentra a menudo en las transacciones de mercados emergentes (por ejemplo, de 40%-80% en algunas transacciones de Latinoamérica), ahí el exceso de margen financiero es una fuente común de mejora de crédito. Cuando la fiabilidad de la mejora crediticia de una estructura en el exceso de margen es muy alta, la susceptibilidad en escenarios adversos se incrementará. El enfoque de Fitch para evaluar este tipo de estructuras se describe en la sección [Modelación de Flujo de Efectivo](#) incluida más adelante.

Tasa de Interés y Riesgo de Monedas

Fitch identificará cualquier diferencia en las tasas de interés subyacentes y analizará la magnitud en que estas posiciones son cubiertas mediante la estructura del pasivo y la cobertura de la transacción (para más detalles, ver [Modelación de Flujo de Efectivo](#) y [Riesgo de Contraparte](#)).

Fitch también identificará cualquier diferencia de divisas y analizará el alcance en que estas posiciones se cubren mediante la estructura de cobertura de la transacción. En caso de una discordancia entre la divisa de los ingresos del deudor y la divisa de un préstamo, Fitch considerará el impacto de una alteración en el tipo de cambio sobre los riesgos de incumplimiento. Si una transacción está expuesta sustancialmente a tasas de interés o al riesgo de divisas sin cobertura, Fitch aplicará un tope máximo de calificación o decidirá no calificar la transacción. Tales ejemplos se encuentran por lo general en las jurisdicciones de mercados emergentes (para más detalles, ver [Modelación de Flujo de Efectivo](#) y [Riesgo de Contraparte](#)).

Prioridad de Pagos

Fitch revisará la prioridad de pagos en los documentos de la transacción para identificar la posición relativa de cada clase de bonos y otras obligaciones financieras del emisor. Se replicará la prioridad de los pagos de la transacción específica dentro del modelo de flujo de efectivo.

Registro de Deficiencia de Principal/Castigos

El mecanismo de registro de deficiencia de principal (PDL; *principal deficiency ledger*) o castigos se utiliza comúnmente para registrar el principal de los créditos en incumplimiento y permitir que el efectivo disponible a partir de los cobros de intereses se utilice para reembolsar dichos registros.

Fitch revisará la estructura de la transacción para identificar cómo se provisionan los activos en incumplimiento. Este mecanismo se incluirá en la modelación de flujo de efectivo de Fitch.

Amortización del Bono

Las notas serán amortizadas ya sea en forma secuencial o prorrata. Bajo la amortización secuencial, los fondos de principales se asignan primero para repagar por completo el principal de las notas sénior, antes de ser utilizados para pagar otras notas con menor prelación de pago. Bajo la amortización prorrata, los fondos se reparten en proporción de los respectivos saldos de principal de las notas.

Fitch destaca que las estructuras prorrata son vulnerables a las distribuciones de incumplimientos concentradas al final de la vida de la transacción. Esto a su vez aumenta la necesidad de una mejora crediticia más alta para fundamentar las calificaciones de las notas.

Las estructuras pueden presentar ambas fases de amortización, tanto secuenciales como prorrateada. En tales estructuras, Fitch analizará los detonantes (*triggers*) o eventos que conducen a la transacción al cambio entre las diferentes fases. Dichos detonantes generalmente determinan los intereses de la deuda y el pago del principal de conformidad con los términos documentados en lugar de la mejora crediticia. El aumento en la mejora crediticia podría no ser suficiente para sustentar las calificaciones, a menos que los detonantes sean efectivos y detengan la amortización pro rata ante un deterioro en el desempeño de la deuda. La secuencia de amortización será incluida en la modelación de flujo de efectivo de Fitch.

Los riesgos de factores idiosincrásicos aumentan conforme la transacción amortiza, ya que la cartera se vuelve más concentrada. Fitch analizará qué mitigantes reducen este riesgo. Los mitigantes típicos han incluido detonantes que cambian el perfil de amortización a secuencial en una etapa posterior y las estipulaciones mínimas de fondos de reserva. Fitch analizará dichas estipulaciones de la transacción para evaluar su eficacia en el tratamiento de este riesgo y determinar si tales factores idiosincrásicos limitarán las calificaciones.

Algunas estructuras presentan detonantes que modifican la distribución de fondos durante la fase de amortización, por ejemplo: capturando todo el margen financiero si se deteriora el desempeño. Si es importante para el análisis, Fitch modelará estos detonantes y otros similares según se documenten.

Transacciones Revolventes

Las transacciones de bonos de bursatilización de créditos de consumo a veces tienen un período revolvente específico, durante el cual los cobros de principales se utilizan para comprar créditos adicionales en lugar de reembolsar las notas. Los principios analíticos discutidos a continuación para períodos de revolvencia también son aplicables a períodos previos al financiamiento, de aceleración y de transacciones de almacenamiento (*warehouse*).

Los períodos revolventes (similares a otros mecanismos que permiten la adición o sustitución de activos) exponen a los tenedores de los bonos a riesgos adicionales como: (i) el deterioro de las características de la cartera debido a un debilitamiento sustancial de los criterios de suscripción del originador, y (ii) el efecto de una exposición más larga al ciclo económico en el desempeño de los activos. Por lo general, mientras más dure el ejercicio de revolvencia, estos riesgos se vuelven más pronunciados y se incrementan por una rotación alta del portafolio cuando los activos tienen duraciones cortas.

Los supuestos analíticos de Fitch consideran estos riesgos y cualquier mitigante estructural. El riesgo de deterioro del desempeño durante un período revolvente puede ser mitigado parcialmente con detonantes de amortización basados en el desempeño y las restricciones establecidas de cartera (véase [Restricciones de Cartera: Límites de Concentración y Condiciones de Reposición](#) más adelante para más detalles).

Los períodos de revolvencia pueden variar según la jurisdicción, activo o tipo de originador. Antes de discutir cualquiera de las protecciones estructurales en la forma de detonantes que detienen el período de revolvencia, Fitch formará una opinión general sobre los siguientes factores: (i) la estabilidad de las características de la cartera, la fortaleza financiera y operativa del originador y administrador, y los incentivos implícitos en la estructura corporativa del originador. Fitch comparará la duración del período de revolvencia contra el tenor de los activos y la agitación esperada del portafolio, teniendo en cuenta que los períodos de revolvencia largos están más expuestos a deceleraciones económicas a pesar de estos dos factores. No obstante, cualquier mitigante estructural, Fitch limitará la calificación máxima alcanzable de transacciones o declinará calificarlas completamente si cualquiera de las debilidades en estos factores no es atendida adecuadamente.

Incluso con estrechos detonantes que detienen el período de revolvencia, Fitch espera que las transacciones revolventes se beneficien de una mayor mejora de crédito que una transacción estática (no revolvente), para tomar en cuenta los riesgos adicionales que se describen arriba.

Restricciones de Cartera: Límites de Concentración y Condiciones de Reposición

En operaciones en las que Fitch ha asignado supuestos separados de caso base a diferentes subproductos, la agencia utilizará los límites de concentración de la documentación para formar un caso base promedio ponderado. Fitch asumirá que, durante el período de revolvencia, la

cartera migra hacia un caso de estrés dentro de los límites de concentración (véase la sección [Criterios de Elegibilidad y del Portafolio](#) para más detalles).

Para evaluar una cartera en casos de estrés, Fitch primero calcularía una mezcla de reposición del caso de estrés posible, basándose en: las restricciones de cartera y los límites de concentración; la rotación máxima alcanzable de la cartera durante el período de revolvencia; y las prácticas de selección de activos y probable mezcla de origenación de estrés. La máxima rotación posible de la cartera se determina considerando el perfil de amortización programada de la cartera y suponiendo una tasa de prepago en el mismo nivel o mayor que los supuestos del caso base.

Al evaluar las prácticas de selección de activos, la agencia hará una distinción entre una estrategia aleatoria (es decir, cuando los documentos de la transacción establecen que los activos adquiridos son seleccionados al azar de los créditos elegibles en el balance del vendedor) y una estrategia no aleatoria, que puede tomar la forma de la selección positiva (“elección cuidadosa”, cuando se seleccionan los activos con mejor calidad crediticia que el promedio de la cartera) o la selección negativa. Por último, el caso de estrés posible de cartera se construye asumiendo que los activos que se pagaron con anticipación son los menos riesgosos (por ejemplo, aquellos con baja o la más baja expectativa de pérdida) y que el producto de pagos anticipados y amortizaciones se utilice para comprar activos adicionales acorde con el caso de estrés posible de cartera, con base en las consideraciones anteriores.

Detonantes de Desempeño

Las estructuras de las transacciones usan a menudo una variedad de detonantes relacionados con el desempeño de los activos para mitigar el riesgo de deterioro en su desempeño. Tales problemas de desempeño podrían derivar de la disminución de los estándares de origenación en una transacción revolvente y el deterioro de la economía en general. Los detonantes típicos basados en desempeño son los siguientes:

- tasa máxima dinámica de morosidad;
- tasa máxima dinámica de incumplimiento;
- tasa máxima acumulada de incumplimiento.

Fitch revisará el impacto de cualquier detonante que forma parte de la estructura de la transacción en su análisis de calificación para evaluar la medida en que se limita el deterioro del desempeño antes que finalice el período de revolvencia y, por lo tanto, observar si detonantes holgados podrían ser un factor limitante de las calificaciones.

La efectividad de los detonantes se evaluaría generalmente considerando las características específicas de los activos (por ejemplo, la probabilidad de incumplimiento estimada, la recuperación prevista dado el incumplimiento, rendimiento y plazo) y las características estructurales de la transacción (tales como la duración del período de revolvencia y el mecanismo de aprovisionamiento). Fitch también evaluará en qué medida el originador tiene la capacidad de reducir la eficacia del detonante a través de la recompra o la reestructuración de los créditos y espera que dicha información se incluya en el reporte de la transacción.

Fitch ha observado, en los casos en que se han utilizado los detonantes de desempeño, que estos a menudo se establecen en niveles que corresponden en general con los supuestos de estrés alrededor de la calificación BBsf. Sin embargo, los detonantes pueden ser mayores o menores que los de dicho nivel y el análisis de Fitch tendrá en cuenta en su análisis de desempeño la flexibilidad relativa que se otorga a una transacción de acuerdo a los detonantes. A pesar del detonante, las notas permanecen expuestas al desempeño de la cartera hasta el vencimiento o amortización.

Algunas transacciones utilizan una mejora crediticia adicional para mitigar el riesgo que representa que los detonantes permitan una flexibilidad mayor para la duración del período revolvente. El punto de vista de Fitch sobre la capacidad de mejora de crédito adicional para mitigar el grado alto de flexibilidad en la duración del período de revolvencia será guiado por una serie de consideraciones, incluyendo, pero sin limitarse a: la magnitud de la diferencia entre los detonantes y el desempeño histórico; la historia y perspectivas para el originador y clase de activos; y la duración del período revolvente. Fitch no aplica un vínculo formulista entre mejoras crediticias y detonantes, y la mejora del crédito adicional no siempre es capaz de mitigar los detonantes ineficaces.

Los detonantes basados en parámetros de desempeño que incorporan un lapso de tiempo significativo (por ejemplo, los basados en incumplimientos o pérdidas) o los detonantes que pueden ser subsanados por las acciones del originador (por ejemplo, la recompra de los créditos morosos) serán vistos como parcial o totalmente ineficaces y se reflejarán en mayores expectativas del caso base y/o múltiples de estrés por incumplimiento.

Detonantes Basados en Mejoras de Crédito

Fitch ha observado que los detonantes basados en mejoras de crédito se han utilizado para mitigar el riesgo de que el originador siga transfiriendo créditos al emisor después de que la mejora de crédito se encuentre por debajo del nivel establecido. Los ejemplos de detonantes basados en mejoras de crédito incluyen los siguientes:

- no reducción de saldo pendiente de PDL;
- no reembolso del uso de las facilidades de liquidez o cuentas de efectivo.

La especificación de los detonantes puede variar por transacción. Por ejemplo, Fitch ha visto detonantes en los que el período de revolvencia cesa en cualquier fecha de pago de intereses cuando la mejora del crédito ha caído por debajo de su nivel inicial. En tal caso, Fitch analizará el período de amortización al suponer que la mejora de crédito no será erosionada antes del inicio del período de amortización.

Cuando apliquen detonantes laxos (por ejemplo, cuando finalice el período de revolvencia sólo después de que el margen financiero positivo no haya sido suficiente para cubrir el PDL durante dos o más períodos de informes), Fitch ajustará su análisis de flujo de efectivo y considerará un grado de subcolateralización al inicio de la amortización (anticipada).

Detonantes Basados en Activos

Las transacciones revolventes a menudo cuentan con la capacidad del emisor para mantener efectivo como una alternativa a la reinversión en créditos en caso de que las nuevas cuentas elegibles por cobrar sean insuficientes.

Estas estructuras están expuestas a los riesgos de: (i) reducción de exceso de margen debido a que el ingreso por intereses del activo es menor que los costos del emisor (*negative carry*); y (ii) el aumento de la exposición de la cuenta bancaria al riesgo de contraparte. Fitch ha observado transacciones que utilizan los siguientes mitigantes estructurales para hacer frente a tales riesgos: (i) un detonante de exceso de margen financiero que causa amortización anticipada por si el exceso de margen cae por debajo de los niveles especificados; y (ii) la aplicación de un límite igual a un porcentaje los créditos totales que se puede mantener en efectivo. Si Fitch concluye que los riesgos son mitigados adecuadamente por los detonantes, no hace ajustes analíticos. En caso de que estos riesgos no fueran mitigados de forma adecuada, entonces serían evaluados conforme a la metodología "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos".

Otros Detonantes

El acontecimiento de determinados eventos que tendrían un impacto negativo sobre el desempeño de las transacciones también se utiliza normalmente como evento de amortización anticipada. Este tipo de eventos suelen incluir:

- un deterioro material en el perfil financiero o insolvencia del originador o administrador;
- la terminación del administrador original;
- un incumplimiento no subsanado o la terminación de una contraparte de la transacción (que no sea el originador o administrador).

Líneas de Almacenamiento (Warehouses)

Fitch considera que los riesgos sobre las transacciones de tipo líneas de almacenamiento y revolventes son similares en general. Sin embargo, un riesgo adicional que presentan las líneas de almacenamiento es que podrán estar vacías o tener muy pocos activos, por lo que la mejora del crédito podrá parecer adecuada en términos relativos pero insuficiente en un portafolio concentrado. Como este criterio aplica a portafolios diversificados, Fitch espera que las características estructurales mitiguen este riesgo.

Modelación de Flujo de Efectivo

Para determinar la calificación de un determinado tramo de las notas, Fitch analiza la capacidad de la cartera de generar el pago del interés y principal, de acuerdo con los términos y condiciones de dichas notas en una variedad de escenarios de estrés. Fitch utiliza un modelo global transversal de adecuación del flujo de efectivo (véase “[Multiasset Cash Flow Model](#)”). El modelo aborda características de transacciones complejas y es una consideración importante para determinar la calificación final. Véase la sección [Modelación en Seguimiento](#) a continuación para el modelo que usa Fitch para monitorear transacciones existentes.

Los escenarios modelados por Fitch incluyen: el aumento y disminución de las tasas de interés; las diferentes distribuciones de incumplimiento; y tasas altas y bajas de amortización anticipada. Para transacciones particulares, otros escenarios pueden ser probados para determinar la sensibilidad de la transacción a diferentes supuestos. Por ejemplo, la agencia probará distribuciones alternativas de recuperación si el análisis del proceso de recuperación del administrador o en caso de que otras consideraciones específicas de transacciones lo justifiquen.

Las variables primarias que alimentan el modelo de flujo de caja son el perfil de amortización programada de la cartera, de incumplimiento, recuperación, supuestos de prepago, rendimiento de la cartera, estructura de capital, prioridad de pagos y tasas de interés. Algunos de estos supuestos provienen del Modelo de Activos ABS de Consumo: Módulo de Flujo de Caja de Activos Múltiples (Consumer ABS Asset Model: Multi-Asset Cash-Flow Module).

Cada modelo de flujo de caja refleja cómo los diversos escenarios de estrés afectan a los pagos de capital e intereses a medida que se reciben en cada período durante la vida de la transacción. El modelo de flujo de caja a continuación asigna esos pagos a las distintas clases de notas, con base en el orden de prelación que se detalla en los documentos subyacentes de la transacción. Si el modelo de flujo de caja muestra que una clase particular de notas ha recibido pagos de capital e intereses en los términos y condiciones de las obligaciones negociables bajo el escenario de estrés para una calificación particular, entonces se considera que ha sido capaz de sostener ese escenario particular de estrés.

Cuando se lleva a cabo un análisis del flujo de efectivo, el modelo de flujo de efectivo de Fitch primero proyecta los ingresos de las amortizaciones programadas del portafolio y cualquier prepago voluntario para cada período reportado en la vida de la transacción asumiendo que no hay incumplimiento (ni terminación voluntaria, cuando aplica). En cada escenario de estrés por calificación, dichos ingresos de las amortizaciones programadas y prepagos se reducen por un factor de escala equivalente a un porcentaje total de los préstamos que se asumen no van a incumplir (o a terminarse voluntariamente, cuando aplica). Este ajuste evita quedarse sin colateral vigente debido a la amortización y prepagos voluntarios y garantiza que todos los incumplimientos proyectados que ocurran en cada estrés de calificación se realicen de manera consistente con la curva de vector de distribución de incumplimiento publicada por Fitch.

Perfil de Amortización del Principal del Portafolio

El perfil de amortización se espera sea provisto por el originador o el estructurador. Cuando un perfil de amortización no está disponible, Fitch usa el modelo de Activos ABS de Consumo de su propiedad: Módulo de Amortización de Portafolio para calcular la amortización del préstamo de acuerdo con los términos de los créditos, basado en información préstamo por préstamo (*loan-to-loan*) o crear un perfil de las estratificaciones del portafolio y características de activos, si la información de las partes de la transacción no está disponible. Las amortizaciones programadas del principal se calculan para cada crédito asumiendo cero prepagos y ningún incumplimiento o mora. En el modelo de flujo de caja de Fitch, los prepagos, niveles de mora e incumplimientos se colocan como supuestos en la fecha programada para el pago de principal del portafolio. En otras palabras, en escenarios de estrés para calificaciones altas, el portafolio de amortización será más influenciado por estos factores que por las características de amortización del producto determinadas por el originador.

Interpretación de los Resultados del Modelo

Para cada clase de notas, el conjunto de resultados producidos por el modelo de flujo de caja está disponible para el comité de calificación de Fitch e incluye cualquier incumplimiento de capital o interés, puntual o último, en el nivel de calificación modelado. El modelo también

produce la más alta calificación posible. En cuanto al pago puntual de los intereses, Fitch espera que los intereses de las notas altamente calificadas sean pagados cuando son devengados, independientemente de si la documentación de la transacción permite cualquier aplazamiento, como se describe en su metodología “Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”.

Las calificaciones son asignadas finalmente por el comité de calificación de Fitch y consideran también otros factores cuantitativos y cualitativos listados en este informe. La calificación final considerada apropiada por el comité puede estar un escalón (*notch*) por encima o por debajo de la calificación correspondiente implícita en el modelo.

Un comité puede decidir asignar calificaciones con diferencias más sustanciales respecto a la calificación implícita del resultado de modelación, distinta a la indicada en la metodología relacionada arriba, por ejemplo, de la calificación del soberano o tope de la contraparte, pero esto constituiría una variación de los criterios y se divulgaría en los informes de calificación relacionados. Para el enfoque de Fitch para interpretar resultados de modelo de flujo de efectivo de las transacciones existentes, véase [Modelación en Seguimiento](#).

Como se comenta más adelante en la sección de [Compensación](#), Fitch podría determinar que la falta de claridad jurídica en algunos aspectos podría exponer a las transacciones a riesgo de compensación en escenarios que, si bien son remotos, tendrían un impacto sustancial en las calificaciones de las notas en caso de suceder. En dichos casos, Fitch puede decidir poner límites a las calificaciones de las notas por debajo del resultado modelado más alto.

Resumen de Escenarios Estándar de Flujo de Efectivo

Distribución de Incumplimiento	Tendencia de Tasa de Interés	Tasas de Prepago
Carga Frontal	Creciente	Alta
		Baja
	Estable	Alta
		Baja
	Decreciente	Alta
		Baja
Distribuido Uniformemente	Creciente	Alta
		Baja
	Estable	Alta
		Baja
	Decreciente	Alta
		Baja
Carga Posterior	Creciente	Alta
		Baja
	Estable	Alta
		Baja
	Decreciente	Alta
		Baja

Fuente: Fitch Ratings

En sus publicaciones de calificación, Fitch comentará las indicaciones relevantes proporcionadas por el modelo de flujo de efectivo en los escenarios sintetizados en la tabla anterior, las consideraciones de calificaciones relacionadas y, de ser aplicable, cualquier escenario(s) en el que las notas no hayan pasado el estrés de calificación correspondiente.

Fitch modela el desempeño de los activos a partir del inicio del período de amortización. Cuando los activos han sido analizados como subproductos separados, la agencia puede modelarlos por separado, especialmente si hay diferencias sustanciales en los perfiles de amortización u otras características, e introducir las tasas de incumplimiento de cada subproducto en el modelo de

flujo de caja o modelarlas como un grupo e introducir los supuestos de promedio ponderado (WA; *weighted average*). Si la estructura prevé un período de revolvencia, la agencia revisará los criterios de elegibilidad de la cartera para determinar el grado en que la composición de la cartera, por subproducto puede cambiar con el tiempo.

En su modelo de flujo de caja, Fitch aplica generalmente una ponderación al caso de estrés posible a los subproductos (cuando existen datos suficientes para ello y no hay otros factores de riesgo que tengan un peso mayor), de acuerdo con los criterios de elegibilidad de cartera las transacciones específicas (como se explica en la sección [Restricciones de Cartera: Límites de Concentración y Condiciones de Reposición](#)).

Distribución del Incumplimiento en el Tiempo

La asignación de incumplimiento a través del tiempo puede tener un impacto significativo en la capacidad de un emisor para pagar su deuda, ya que el tiempo de impagos afecta el uso del exceso de margen en la medida en que fluye siguiendo el orden de prioridad de los pagos. En su modelo de flujo de caja, Fitch evaluará tres escenarios de incumplimiento de tiempo para comprender la sensibilidad de la transacción a este supuesto. El vector con carga posterior (*back-loaded*) es típicamente también suficiente para incorporar los riesgos de incumplimiento generados por los activos con un perfil de riesgo de tipo posterior, por ejemplo, aquellos que muestran cantidades altas de principal a vencimiento (*high balloon*).

Los vectores de distribución de incumplimiento serán derivados con base en el WAL del portafolio (calculado usando un caso base de prepagos) – el WAL neto – como el insumo principal en la tabla de abajo. Este enfoque dará como resultado tres vectores de incumplimiento, con diferentes formas y puntos de terminación.

El largo de cada vector de incumplimiento es igual a 25% del WAL neto. El WAL neto, el primer y último mes de cada vector de incumplimiento se redondean al número entero más cercano (excluyendo el cero). El inicio de cada vector es un mes después del final del anterior para evitar doble conteo. Los incumplimientos se distribuyen equitativamente dentro de cada vector.

Distribución de Incumplimiento

WAL Neto ^a (%)	(0-25) ^b	(25-50)	(50-75)	(75-100)	(100-125)	(125-150)	(150-175)
Carga Frontal	40	25	20	10	5	0	0
Uniforme	17	17	17	17	17	15	0
Carga Posterior	10	12.5	12.5	15	22	15	13

^a WAL – Vida media ponderada suponiendo prepagos del caso base, siglas en inglés. Asumiendo un caso base de prepagos.

^b El límite inferior para cada vector de incumplimiento se excluye; el límite superior se incluye.
Fuente: Fitch Ratings

Las tablas siguientes ilustran dos ejemplos sobre la distribución de incumplimiento de portafolios con WAL netos diferentes. El primero tiene un WAL neto de 15.7 meses y el segundo uno de 33 meses.

Usando el primero como ejemplo, el primer WAL neto se redondea a 16 meses. Su primer vector de incumplimiento es entre 0% y 25% del WAL neto redondeado, correspondiente al período entre el mes 1 (0%*WAL neto+1) y 4 (25%*WAL neto). El segundo vector de incumplimiento corresponderá a los meses 5 (25%*WAL neto+1) y 8 (50%*WAL neto).

Distribución de Incumplimiento –WAL Neto = 16 meses

Mes	1-4	5-8	9-12	13-16	17-20	21-24	25-28
Carga Frontal	40	25	20	10	5	0	0
Uniforme	17	17	17	17	17	15	0
Carga Posterior	10	12.5	12.5	15	22	15	13

Fuente: Fitch Ratings

Distribución de Incumplimiento –WAL Neto = 33 meses

Mes	1-8	9-17	18-25	26-33	34-41	42-50	51-58
Carga Frontal	40	25	20	10	5	0	0
Uniforme	17	17	17	17	17	15	0
Carga Posterior	10	12.5	12.5	15	22	15	13

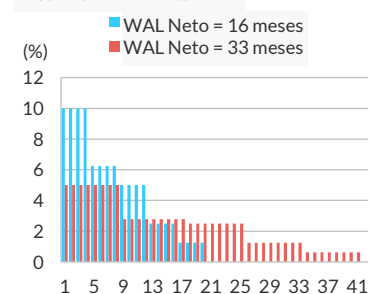
Fuente: Fitch Ratings

La gráfica siguiente muestra el incumplimiento acumulativo para los dos portafolios. La distribución de incumplimiento periódica se ilustra en la gráfica lateral.

Incumplimiento Periódico

Periodic Defaults

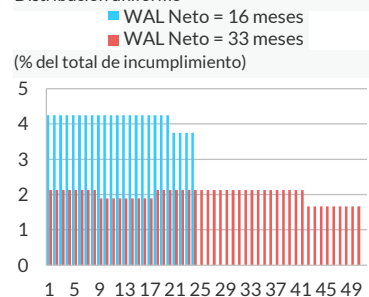
Distribución frontal



Fuente: Fitch Ratings.

Incumplimiento Periódico

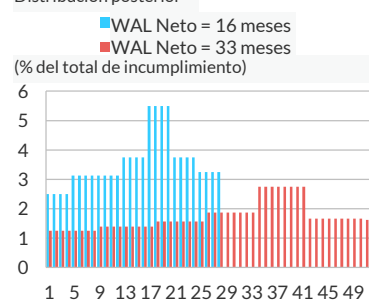
Distribución uniforme



Fuente: Fitch Ratings.

Incumplimiento Periódico

Distribución posterior



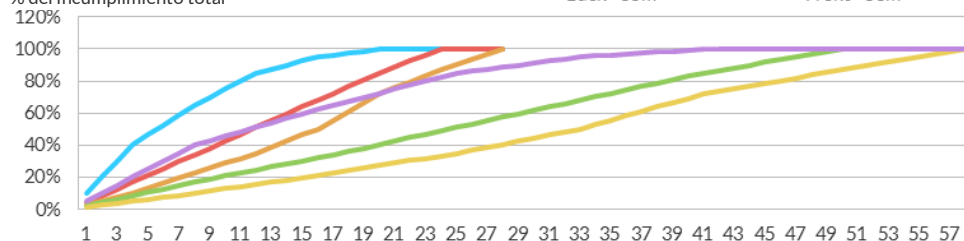
Fuente: Fitch Ratings.

Distribución de Incumplimiento

Acumulativo

WAL Neto = 16 meses y WAL Neto = 33 meses

% del incumplimiento total



Front - Carga Frontal; Even - Uniforme; Back - Carga Posterior.

Fuente: Fitch Ratings.

Si el WAL neto es particularmente corto (por ejemplo, menos de 12 meses), Fitch podría no aplicar una diferenciación entre los escenarios concentrados al inicio, en medio o al final. Fitch utiliza el modelo de su propiedad "Activos ABS de Consumo: Módulo WAL" para calcular la distribución de incumplimiento.

Tiempo de Recuperación

Así como la asignación de incumplimiento a través del tiempo afecta la asignación de pagos durante la vida de una transacción, también la generación de recuperaciones a través del tiempo tiene implicaciones. El tiempo de recuperación seguirá típicamente el mostrado por los datos históricos para la transacción. Sin embargo, Fitch examinará y divulgará estreses de tiempo además de estresar el nivel de recuperaciones cuando opine que no se espera que los tiempos históricos continúen. Esto puede ser el caso si un administrador se basa de manera significativa en las ventas de NPL o si un administrador de reemplazo no sigue el mismo proceso de recuperación del administrador original.

Se asumen que las recuperaciones acumuladas sobre obligaciones en incumplimiento son entradas de efectivo en un momento o seguirán un vector en el tiempo derivado de un análisis de cartera estática de recuperación, ajustado en caso de ser necesario para reflejar las expectativas futuras. La agencia también puede probar escenarios alternativos, determinados caso por caso, cuando la transacción es particularmente sensible al supuesto del tiempo de recuperación.

Prepagos

Fitch pone a prueba el impacto de los prepagos en la amortización del componente de principal de la cartera. El caso base de la tasa de prepago anual, derivada de la información dinámica histórica, se acentúa al alza y baja para poner a prueba la sensibilidad de la transacción a cambio de supuestos.

Las transacciones con margen financiero positivo típicamente se afectarán en altos escenarios de prepago. Sin embargo, las transacciones con margen financiero negativo o exposición a valor residual podrán verse afectadas en escenarios de prepago bajo (puesto que los contratos de prepago no se exponen al riesgo de valor residual). Las características estructurales también pueden influir en la determinación de la sensibilidad a las variaciones de las tasas de prepago, independientemente de los niveles de exceso de margen financiero. Por ejemplo, es probable que las notas sénior en estructuras prorratea se vean afectadas por prepagos altos en escenarios de estrés por calificación, debido a flujos mayores de fondos disponibles a notas subordinadas en la cascada antes de que se activen los detonantes para cambiar la cascada a secuencial.

La siguiente tabla resume los estreses típicos de prepago. Por ejemplo, en el nivel 'AAAsf', un caso base de 20% se acentúa hasta 30% (es decir, 20% más el 10%) y a la baja a 10% (es decir 20% menos 10%).

Estreses de Prepago

Calificación	Creciente	Decreciente
AAAsf	Caso base más 50%	Caso base menos 50%
AAsf	Caso base más 40%	Caso base menos 40%
Asf	Caso base más 30%	Caso base menos 30%
BBBsf	Caso base más 20%	Caso base menos 20%
BBsf	Caso base más 10%	Caso base menos 10%
Bsf	Caso Base	Caso Base

Los estreses de la calificación específica de prepago derivan de la interpolación entre los estreses aplicables a las categorías de calificación adyacentes. Véase la nota a pie de página de la tabla Múltiplos de Estrés por Incumplimiento para la interpolación entre 'AAAsf' y 'AAsf'. En cuanto a CCCsf, no se asume nivel de estrés por prepago adicional al del caso base.

Fuente: Fitch Ratings

Fitch usará en ocasiones diferentes estreses de prepago más altos que los indicados en la tabla anterior, particularmente cuando el caso base sea muy bajo (por ejemplo, 2%) que al aumentarlo hasta en 50% no se traduciría en un estrés significativo. Esto también se aplicaría a las transacciones con una dependencia muy alta del margen financiero, como se observa por ejemplo en Latinoamérica, donde hay estreses de prepago para la categoría de calificación más alta que pueden llegar a múltiplos de 2.0x-2.5x la hipótesis del caso base.

Para activos que han desplegado históricamente prepagos muy bajos (por ejemplo: algunos tipos de arrendamientos), Fitch podrá derivar su supuesto de prepago bajo, hasta cero, en un análisis caso a caso. Asimismo, utilizará menores estreses de prepago en los casos en que los conjuntos de activos hayan mostrado históricamente prepagos e incumplimientos altos, como es el caso de algunos ABS de consumo.

En algunas transacciones de arrendamiento, los prepagos podrán no ser un derecho del arrendatario (es decir, el prestador necesita estar de acuerdo) y el último podrá tener que pagar la suma de todos los abonos futuros (es decir, incluyendo interés futuro) para prepagar. Si este es el caso y Fitch tiene evidencia de que el originador de hecho recibe toda la cantidad adeudada, dependiendo de la importancia de los prepagos observados y esperados para el análisis, la agencia podrá no modelar los escenarios de prepago alto y efectuar (y divulgar) mayores ajustes, incluyendo la modelación de los recibos de interés adicional por separado. Al determinar el enfoque apropiado, Fitch considerará la naturaleza del margen financiero de "usarlo o perderlo" y, cuando sea aplicable, la relación entre prepagos y la exposición al valor residual.

En el caso de transacciones de crédito y arrendamiento automotriz, el prepago es a menudo impulsado por el deseo del deudor para comprar un vehículo nuevo y, por lo tanto, resolver la financiación pendiente de pago en el vehículo existente. A menudo, esta tendencia es alentada por las campañas de mercadeo de los originadores cautivos, lo que lleva a niveles muy altos de prepagos históricos. En estos escenarios, Fitch puede ajustar los niveles de prepago históricos al alza o a la baja cuando define su caso base.

Valor Contable de los Créditos contra Valor Bursatilizado

En algunas operaciones, en particular de crédito y arrendamiento automotriz, las cuentas por cobrar son compradas por el emisor sobre la base de su valor presente neto (VPN) y, por lo tanto, los balances de principal con el propósito de la transacción suelen diferir del valor contable contractual de las cuentas por cobrar. Este mecanismo se utiliza a menudo para aumentar el rendimiento de la cartera y crear exceso de margen cuando los acreditados se benefician de tasas de financiación muy bajas subsidiadas.

En cambio, para los derechos de cobro adquiridos por más de su valor nominal, el SPV efectivamente compra los activos a un precio superior al de su saldo de principal. Si se produce un pago por adelantado, el pago será sobre el menor saldo nominal, lo que lleva a una pérdida en la transacción. Solo se realizaría una ganancia si el crédito fue adquirido por menos de su valor nominal.

Es similar para los créditos en incumplimiento, en los que el valor contable pendiente es diferente del VPN utilizado en la transacción. La aplicación de tasas de recuperación derivadas

de los datos históricos de valor contable a los datos de VPN podría sobreestimar (derechos de cobro adquiridos por menos de su valor nominal) o subestimar (derechos de cobro adquiridos por más de su valor nominal) la pérdida real.

Para ilustrar esto, si un crédito con un saldo pendiente de EUR10,000 y un saldo titularizado de EUR8,000 incumplen y, de acuerdo con valores históricos, las tasas de recuperación fueran de EUR5,000, se podría realizar un ajuste al alza en las tasas de recuperación que asumió Fitch si se considera relevante.

Cuando Fitch considera la cantidad y la calidad de los datos recibidos adecuados, así como el efecto importante para las calificaciones, ajustará las entradas de recuperación en el modelo de flujo de caja para dar cuenta de la diferencia entre el valor contable contractual de los créditos y saldo de capital para la bursatilización al aplicar los supuestos de recuperación.

Cuando la prima a la que los créditos son vendidos al SPV es muy alta, Fitch también evalúa el riesgo de una mala alineación de los incentivos, ya que el beneficio económico del originador al momento de la venta de la cartera puede socavar la prudencia de suscripción.

Rendimiento de Cartera

Fitch revisa el rendimiento actual de una cartera que amortiza y el WA mínimo (de conformidad con los detonantes documentados y el criterio de elegibilidad) para una transacción revolving. La agencia entonces aplica una compresión del cupón promedio ponderado (WACC; *weighted average coupon compression*), que es impulsado por los estreses de incumplimiento, bajo el supuesto de que es más probable que incumplan las cuentas con rendimientos mayores, puesto que los préstamos que cuentan con interés más alto típicamente tienen características de mayor riesgo (por ejemplo: bajo pago inicial en créditos automotrices o plazos más largos).

Fitch aplica el WACC al rendimiento WA modelado, mediante el cual 50% de los incumplimientos se supone que viene de grupos con interés más alto. Dependiendo de la evidencia de precios basada en riesgos, la agencia podrá incrementar este supuesto.

Por lo tanto, Fitch ajusta de forma dinámica la distribución de la tasa de interés de la cartera y una nueva tasa de interés ponderada es calculada en cada fecha de pago para reflejar el cambio asumido en la composición de la tasa de interés de la cartera.

Cuando Fitch se encuentra con tasas de interés considerablemente más altas (ej. más de 100%), puede decidir aplicar reducciones a las tasas de interés modeladas para tomar en cuenta el riesgo de que una mayor regulación gubernamental las vuelva insostenibles. Esto es relevante particularmente en Latinoamérica. La opinión de Fitch sobre el nivel de sostenibilidad será incluida en el informe de la transacción anexo.

Morosidad

La agencia asume en su modelo de flujo de efectivo que todos los préstamos que caen en impago en el respectivo escenario de calificación habrían estado morosos por el período de tiempo hasta que fue fueran registrados como impago (incumplidos) de acuerdo con la definición de incumplimiento en la documentación de la transacción.

En caso de que haya un detonante basado en la morosidad que sea de importancia para el análisis, Fitch comparará los niveles del detonante con un nivel de morosidad ajustado que sea incrementado por un supuesto de migración. En dichos casos, el análisis de flujo de efectivo también considerará las morosidades y el informe de transacción divulgará el enfoque.

Comisiones Preferentes y por Administración

Típicamente, el originador o el vendedor de los créditos en las transacciones respaldadas por cuentas por cobrar de créditos de consumo actúan como administrador. Una gama de comisiones se ha visto en las transacciones respaldadas por cuentas por cobrar de créditos de consumo y se pueden basar en monto o unidad. Fitch aplicará comisiones de administración estresada para considerar los niveles de comisiones potencialmente más altos que un administrador podría esperar durante un período de estrés. Cuando las comisiones de administración contractuales son similares o más altas a estos supuestos estresados, Fitch aumentará sus valores al más alto entre el nivel contractual y el estresado.

Las comisiones que se muestran en esta sección se gravarán en el portafolio no incumplido solamente (es decir, antes de que los activos sean incobrables) si: (i) los datos subyacentes a los supuestos de recuperación son netos de los costos y comisiones relacionados incurridos para producir las recuperaciones reportadas, o los costos de otra manera se incorporan en los supuestos de recuperación y (ii) el contrato de administración no estipula que las comisiones se paguen sobre los activos incumplidos. De otra manera, Fitch modelará la comisión de administración estresada sobre todos los activos, incluyendo incumplimientos hasta la pérdida final.

Las comisiones descritas en esta sección incluyen otros gastos preferentes que no son de administración. En caso de que Fitch considere que un acuerdo de gastos no es estándar, se divulgará cualquier modificación analítica en el informe de calificación de la transacción y el costo relacionado se modelará por separado si es importante.

Para EMEA, las comisiones que se observan en los diferentes países son lo suficientemente homogéneas para aplicar un conjunto de tarifas mínimas de administración estresada, como se ve en las comisiones de la tabla siguiente.

Supuestos de Comisión Preferente y de Administración en EMEA

Calificación ^a	AAAsf	AAsf	Asf	BBBsf y menores
Supuestos de tasas (puntos base por año)	100	90	80	70

^aLas comisiones de servicio se aplican por categoría de calificación (por ejemplo, para el escenario de 'AA-sf' se aplica 90 puntos base, o pb).

Fuente: Fitch Ratings

En EE. UU., las comisiones de administración estresadas se aplican de conformidad con la tabla siguiente; los grandes rangos reflejan la variedad de los activos titulizados y las plataformas de administración y de cobranza.

- grupos con tasas estresadas de administración asumidas en o cercanas a 1% suelen tener las siguientes características: acreditados con altos puntajes (scores) internos; administración centralizada y altamente automatizada; y un saldo promedio de créditos por encima de USD10,000.
- grupos con tasas de administración estresadas en o cercanas a 5% suelen tener las siguientes características: acreditados no preferenciales; administración basada en sucursales, usualmente con administración práctica e intensiva; y un saldo promedio de créditos por debajo de USD10,000.
- finalmente, cuando el mercado para administradores de reemplazo sea profundo y haya demostrado una tasa de mercado bien establecida para ciertas clases de activos, además de que se cuente con un administrador de respaldo experimentado, Fitch modelará la tasa contractual a través de las categorías de calificación, en lugar de aplicar los estreses mostrados anteriormente. Este es el caso para transacciones ABS de equipos telefónicos, en las cuales las comisiones modeladas suelen ser de 0.75%.

Supuestos de Comisión Preferente y de Administración en Norteamérica

Calificación ^a	AAAsf	AAsf	Asf	BBBsf y menor
Supuestos de tasas (puntos base por año)	100-500	90-500	80-450	70-450

^aLas comisiones de servicio se aplican por categoría de calificación (por ejemplo, para el escenario de 'AA-sf' se aplica 90 pb).

Fuente: Fitch Ratings.

Las comisiones preferentes y de administración utilizadas en APAC se muestran en la tabla siguiente. Estas aplican a los tipos de activos por país y reflejan la naturaleza de las cuentas por cobrar, por ejemplo, créditos automotrices garantizados con mayor balance frente a créditos más pequeños no garantizados con mano de obra intensiva mucho mayor.

Supuestos de Comisión Preferente y de Administración en APAC

Calificación	Australia y Nueva Zelanda	China	India	Japón	Corea del Sur
Supuestos de Comisión (puntos base por año)	30-145	100-150	80-130	75-120	100-150
Tipos de activos	Crédito y arrendamiento automotriz, arrendamiento de equipo, crédito al consumo sin garantía	Crédito automotriz	Créditos de vehículos comerciales	Crédito y arrendamiento automotriz	Crédito automotriz

Fuente: Fitch Ratings.

Para transacciones calificadas en Latinoamérica, ya sea en escala internacional o nacional, si la calidad de crédito del administrador (considerando también soporte de su casa matriz o provisto por un externo) se encuentra en o sobre el nivel de la calificación de la transacción, Fitch solo modela la comisión de administración documentada. De otra manera, Fitch aplicará lo que sea más alto entre la comisión de administración contractual y la estresada (en este último caso fluctúan entre 0.7% y 2%).

Los supuestos de comisiones pueden discrepar para otras jurisdicciones o tipos de activos, o bien, para créditos con características no convencionales, en cuyo caso se presentarán en los informes de calificación para transacciones específicas.

La agencia también modelará una cantidad mínima durante el período final para incorporar cualquier reemplazo del administrador de activos de crédito durante la vida de la transacción. Por ejemplo, en EMEA, la cantidad mínima es normalmente equivalente a EUR250,000, pero varía ampliamente a nivel mundial.

Inversiones del Efectivo Disponibles

En la mayoría de las transacciones ABS, el emisor tendrá algo de dinero de los pagos de intereses o capital, o bien, hasta la siguiente fecha de pago o hasta que las cantidades disponibles se reinvierten en cartera. En particular, en los casos en que se mantengan cantidades importantes de dinero en efectivo, los intereses devengados sobre el mismo con el tiempo pueden tener un impacto en el rendimiento global de la transacción.

Fitch hace una suposición sobre la cantidad de dinero en efectivo en el balance del SPV en cada período y supone que los intereses sobre esta cantidad ganan conforme a la menor la tasa de referencia menos 0.50% y la tasa de interés contractual, de acuerdo con los documentos de la transacción.

Riesgo de Tasa de Interés

Fitch pondrá a prueba la sensibilidad de la transacción a la volatilidad de tasas de interés mediante la aplicación de estreses crecientes, estables y decrecientes (incluyendo negativos, en algunas jurisdicciones) en su modelo de flujo de caja. Los estreses para la tasa de referencia pertinente son como se describen en la metodología "[Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria](#)".

El impacto de los derivados (*swaps*), los cuales están destinados a proteger a la operación contra el riesgo de tasa de interés, se considerará en la modelación de flujo de caja. En casos extremos, los riesgos de tasas de interés, prepago y de compresión de margen pueden transferirse totalmente a una contraparte del *swap*, aislando así la operación de tales riesgos, pero creando una dependencia significativa de la contraparte. En tal caso, se tomará en cuenta la mayor dependencia de contraparte en el análisis de calificación, resultando potencialmente en un vínculo a la calificación de la contraparte (véase sección [Riesgo de Contraparte](#)).

Transacciones Revolventes

El análisis de flujo de efectivo de Fitch se centra en la fase de amortización. La agencia determinará la medida en que se espera que la calidad de cartera evolucione durante el período revolvente y evaluará las características relevantes de la cartera y los indicadores de riesgo

vigentes al cierre del ejercicio de revolvencia (por ejemplo, el perfil de amortización programada de la cartera, supuestos de impago y recuperación, supuesto de prepago y el rendimiento de la cartera). Fitch utilizará los resultados de este análisis como insumos en su modelo de flujo de caja. Por ejemplo, si los detonantes revolventes son holgados, la agencia podría asumir que la cartera al principio del período de amortización es menor que los pasivos iniciales.

Modelación en Seguimiento

Fitch utiliza sus dos modelos de flujo de efectivo bajo esta metodología en su proceso periódico de seguimiento; el Modelo de Flujo de Efectivo de Múltiples Activos (ver arriba) o el Modelo Activos ABS de Consumo: Módulo Analizador de Pérdidas de Activos Granular (*GALA*; *granular asset loss analyser*), como se describe a continuación.

El módulo GALA prueba si la estructura de la transacción puede soportar el desempeño estresado de la cartera y otros factores de riesgo. GALA utiliza supuestos analíticos, tales como las tasas restantes esperadas de incumplimiento y de recuperación, múltiplos de incumplimiento y descuentos (*haircuts*) de recuperación. Para transacciones con definiciones más largas de incumplimiento, puede ser necesaria una evaluación de la cartera de morosidad. También se incorporan ciertos elementos del flujo de efectivo –tales como una proyección del margen financiero durante la vida remanente y las recuperaciones del inventario (*stock*) existente de activos incumplidos– para crear una mejora crediticia de punto de equilibrio que se compara con la mejora de crédito de transacción actual en cada nivel de calificación. Como resultado, GALA produce el nivel de calificación indicativo en el cual una nota dada pasaría los estreses de calificación de un momento específico.

Cuando un análisis de flujo de efectivo actualizado sobre las calificaciones existentes resulte en una calificación de modelo implícita dentro de tres niveles de la calificación de la nota actual (por ejemplo, la calificación de modelo implícita es 'BBB+sf' y la calificación actual es 'A+sf'), la última podrá afirmarse si el comité considera que la calificación actual sigue siendo más apropiada. Este podrá ser el caso, por ejemplo, cuando el modelo sugiera una baja de calificación, pero se espera que la mejora de crédito se incremente, o bien, cuando el modelo sugiera un alza en la calificación, pero los riesgos hacia el final siguen siendo importantes. Esto también podría aplicar para limitar alzas o bajas de calificación dentro de un rango de tres niveles de la calificación implícita sugerida por el modelo.

Esta consideración es aplicable únicamente cuando los factores específicos de la transacción están identificados. No es aplicable a factores de nivel país, tales como deterioro económico, el cual es considerado en la calificación implícita del modelo.

Se llevará a cabo un análisis del flujo de caja para la revisión anual de las transacciones existentes, pero hay algunos casos en los cuales el análisis de flujo de caja se considerará innecesario y no se utilizará modelo.

- Ninguna de las variables que afectan el desempeño de la transacción ha cambiado más de lo esperado desde el cierre y los niveles de mejora crediticia permanecen iguales o se mueven de acuerdo a las expectativas. Ambas condiciones a menudo aplican a las transacciones que todavía se encuentran en su período revolvente.
- No se realizaría un modelo cuando la restricción principal en una calificación sea un factor externo (como una calificación soberana o contraparte).
- Aplica en situaciones en las que el objetivo principal de modelación sería evaluar el efecto de aumentar las mejoras crediticias o un desempeño mejor al esperado de notas que ya están en su más alto nivel de calificación posible o topadas (limitadas), mientras otras variables están de acuerdo con las expectativas.

En cualquier caso, Fitch llevará a cabo un análisis completo de las transacciones respaldadas por cuentas por cobrar de créditos en existencia, en casos de una desviación importante del desempeño de activos, o un cambio material en la estructura de la transacción. Ejemplos de esto incluyen, pero no se limitan a cambios en, la eliminación de acuerdos de cobertura de riesgo (*hedging*) o una reestructura de las notas. Cuando aplique, el análisis de flujo de efectivo para transacciones existentes será realizado bajo el mismo esquema para transacciones nuevas, descrito en este informe. Los modelos son actualizados para reflejar las características actuales

y el desempeño de la transacción, incluyendo balances de notas pendientes, estatus de detonantes y desempeño de activos.

En su análisis de seguimiento de flujo de efectivo, Fitch estimará las recuperaciones de incumplimientos que ya han ocurrido si el volumen de incumplimientos existentes es significativo de acuerdo al comité de calificación (incumplimientos actuales de menos de 5% del tamaño de la transacción actual no se considerarán significativos en general). Este análisis también depende de la disponibilidad de información sobre el tiempo de los incumplimientos anteriores y sobre las recuperaciones ya recibidas de ellos, basado en los supuestos del vector de recuperación al cierre, ajustado en su caso para tomar en cuenta recuperaciones ya recibidas.

Calificaciones Estresadas

Cuando la calificación modelo implícita es menor de 'CCCsf', Fitch incorpora las consideraciones definidas en la metodología "Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas" y aplicará los principios de la definición de calificación al asignar calificaciones nuevas o monitorear las existentes.

Riesgo de Contraparte

La siguiente sección destaca los riesgos de contraparte que son comunes dentro de transacciones ABS de consumo. De todas maneras, Fitch enfatiza que estos deben considerarse de acuerdo con la "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos" y la "Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas". El análisis del riesgo de contraparte es idéntico para la revisión de una transacción nueva o existente.

Administración

El administrador es designado para cobrar los pagos de los deudores y administrar los saldos pendientes. En la mayoría de las transacciones respaldadas por cuentas por cobrar de créditos de consumo, el originador actúa también como administrador.

Las transacciones están expuestas al riesgo de que el administrador inicial incumpla en sus obligaciones contractuales. Véase [Riesgos Operacionales](#) a continuación para el análisis de Fitch sobre los administradores.

Entrampamiento e Interrupción de Pago

En la mayoría de las transacciones respaldadas por créditos de consumo, el originador actúa como administrador inicial y sigue depositando los cobros de los créditos en su propia cuenta bancaria, antes de transferir esos fondos a la cuenta bancaria del emisor o SPV.

Compensación (Set-Off)

Compensación de Depósitos

En las transacciones respaldadas por créditos de consumo, el riesgo de compensación normalmente se presenta cuando el originador es una entidad de captación de depósitos, que a menudo es el caso de los bancos minoristas y ciertas compañías financieras de autos. Si el originador cae en incumplimiento y los depósitos se pierden, los deudores pueden buscar evitar legalmente pagar los créditos al consumo equivalentes al monto de los depósitos perdidos. Véase también "[Deposit Set-Off for EU Structured Finance and Covered Bonds](#)".

Compensación No Relacionada con Depósitos

El riesgo de compensación también surge en algunas jurisdicciones si el originador y el deudor son partes de otro contrato (secundario), como un seguro, que se relaciona con el contrato bajo el cual surgen cuentas por cobrar titulizadas. Este riesgo es más marcado cuando los deudores son personas físicas, dado el grado mayor de protección del consumidor en muchos países, en especial en Europa.

Fitch esperaría que los riesgos legales de compensación se aborden en las opiniones legales y, siempre que identifiquen esos riesgos como claramente aplicables, los traten acorde con la Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos.

No obstante, con frecuencia la asesoría legal no puede descartar por completo este riesgo, en lugar de afirmar su presencia. Esto garantiza un enfoque diferente a los conocidos y claramente identificables escenarios de compensación. Fitch primero considerará si los siguientes principales factores de riesgo están presentes:

- Las primas de seguro de contratos adyacentes se cargan al deudor por adelantado,
- Las primas se financian con el contrato de crédito, y
- Las primas pasan a formar parte de las cuentas por cobrar vendidas a la titularización.

Si todo lo anterior aplica, Fitch analizará los factores siguientes. Cualquier referencia a los citados niveles relevantes de calificación de las notas, en las que pudieran ser necesario modelar la sensibilidad a las pérdidas, se refiere al caso más común de contratos de seguro financiados, que están sujetos a un grado mayor de supervisión y regulación. Si bien los principios se aplican en general, otros productos menos regulados, como las comisiones por membresía, pueden atraer diferentes reducciones de niveles de calificación para evaluaciones de sensibilidad, que se divulgarían en la publicación de calificación:

- Únicamente en el caso de los contratos secundarios de seguro, un marco regulatorio claro que proteja las reclamaciones de los clientes tras un incumplimiento de la aseguradora, que garantiza una transferencia ordenada de los contratos, que exija esquemas para proteger o compensar las primas del seguro o que mantenga mecanismos comparables, normalmente permitirá a Fitch ver este riesgo como mitigado para aseguradoras calificadas o no calificadas.
- Indemnización del vendedor: por lo general, el vendedor proporciona una indemnización por los tipos importantes de compensación, que también cubrirían los montos de los préstamos atribuibles a la prima financiada.
 1. Si no se aplica ninguna indemnización, la solvencia del proveedor del contrato se convierte en el único factor de riesgo aplicable. Las calificaciones de las notas que pudieran exceder la calificación de la entidad estarán sujetas a un análisis de sensibilidad como se indica a continuación. El nivel más bajo de calificación de notas al que se realizará este análisis, independientemente de la calificación de la entidad o en caso de que no tenga calificación de Fitch, será la categoría BBBsf.
 2. En presencia de una indemnización, el riesgo de incumplimiento conjunto, del vendedor y del proveedor del contrato de seguro, se convierte en el determinante principal de riesgo.
 - Si ambos forman parte del mismo grupo, se llevará a cabo un análisis de sensibilidad como se describe más adelante para las calificaciones que pueden alcanzar calificación AAsf y superior.
 - Para las entidades que el comité considere como no relacionadas, normalmente no se requeriría un análisis de sensibilidad si al menos una de las entidades tiene una calificación otorgada por de Fitch de BBB- o superior. Un comité aún podría solicitar un análisis de sensibilidad, si el monto de la exposición de la prima nominal excede a) 5% del saldo total de la cartera o b) 50% de la mejora crediticia disponible de un tramo que de otro modo se calificaría en la categoría AAsf o superior.

Si se ha solicitado un análisis de sensibilidad, Fitch calcularía una cantidad potencial al riesgo de la siguiente manera:

- En presencia de más de un proveedor, Fitch considerará la mayor exposición a una entidad sin grado de inversión o sin calificación.
- La exposición se modelará como un punto en el tiempo.
- El monto resultante se aplicará de manera similar a cualquier monto de compensación común en el modelo de flujo de efectivo.

Fitch podría decidir poner un tope a las calificaciones de las notas afectadas en el nivel más alto de: (i) dos categorías (seis *notches*) por encima de la calificación alcanzable en ese escenario de

sensibilidad; y (ii) el más alto de la calificación del proveedor de indemnización (si aplica) y el proveedor del producto secundario. El límite derivado para la nota bajo consideración también restringiría la calificación más alta alcanzable para todas las notas subordinadas.

Gran Dependencia en Flujos de Efectivo Remitidos por el Originador

Cuando los contratos de préstamos incluyan características que requieran que el originador o administrador envíe cantidades significativas de efectivo a la bursatilización en lugar de pagos del consumidor, como es el caso con algunos planes de pagos de equipos telefónicos en EE. UU., Fitch considerará el riesgo directo en relación con una quiebra de dicha entidad. En particular, Fitch medirá las pérdidas adicionales y las aplicará en el análisis de flujo de efectivo, con base en las tasas de toma históricas en estas características, arreglos estructurales que limiten el horizonte de tiempo de dicho riesgo, la solvencia de la entidad y los derechos contractuales de los clientes.

Cuenta Bancaria e Inversiones

El emisor a menudo retiene dinero como resultado de los cobros mensuales (por ejemplo, las cuentas de recaudación y distribución) y cuentas de reserva. Las transacciones con niveles altos de efectivo en caja estarán particularmente expuestas a incumplimiento de la contraparte si, por ejemplo, la mejora de crédito se otorga principalmente en forma de una reserva de efectivo en lugar de subordinación o sobrecolateralización. Lo anterior es evaluado con base en la metodología “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos”.

Contrapartes de Derivados

En muchas de las estructuras, el vehículo de propósito especial se basa en un derivado de tasas de interés u otra cobertura para mitigar los riesgos de tipo de interés y de divisas. El incumplimiento de la contraparte de cobertura expondrá, por tanto, al SPV a tales riesgos. Lo anterior es evaluado con base en la metodología “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos”.

Riesgos Operacionales

Análisis de Originador y Administrador

La revisión del originador y administrador desempeña un rol clave en el análisis de las transacciones de ABS para el consumidor. Para calificaciones nuevas, Fitch lleva a cabo una revisión tal como se detalla en el [Apéndice 3: Ejemplo de agenda para la revisión del Originador y Administrador](#), aunque para algunos patrocinadores frecuentes (*sponsors*) una sola revisión puede cubrir más de una transacción, en el entendimiento de que una revisión se lleve a cabo cada 12 a 18 meses.

Los factores clave del análisis de originador son la experiencia de la empresa y de la administración, administración de riesgo, control de calidad, originación de activos y capacidades de suscripción y el proceso de evaluación de riesgo colateral. Además de evaluar los procesos de administración y cobranza, Fitch evaluará los productos específicos ofrecidos por el originador y los desarrollos en su apertura de crédito y procesos de suscripción. Esto proporciona percepciones para la agencia que pueden afectar su análisis de datos históricos. Por ejemplo, si el originador cuenta con canales de originación amplios y/o metodología de suscripción laxa, entonces Fitch esperaría que los datos de desempeño mostraran una tendencia deteriorada, y viceversa (véase [Riesgo de Incumplimiento](#) para mayor información).

Además, el riesgo derivado de características específicas del producto será identificado y tomado en cuenta en el análisis de activos de Fitch. Las observaciones relevantes que hace la agencia durante este análisis se toman en cuenta en su proceso de calificación. El cambio de supuestos, tales como el múltiplo aplicado al caso base de incumplimiento o la cantidad de recuperaciones esperadas en las distintas categorías de calificación, tenderá a ser asimétrico, incrementando el estrés como resultado de estándares menores en administración de activos de crédito, sin beneficio asignado a los mejores estándares de su clase más allá de lo que ya está reflejado en los datos.

También se espera que la evaluación de la agencia cubra el riesgo operacional de administradores que actúan como contrapartes en las transacciones de ABS. La calidad,

estabilidad y experiencia de los administradores afectan directamente el desempeño de los activos y, en última instancia, el de la transacción. Fitch analizará la administración y la experiencia del personal, las políticas y procedimientos, los controles, métodos de eliminación de colateral y desempeño histórico de administración y cobranza. Se espera que la morosidad del administrador y las estrategias de administración de incumplimiento varíen según los tipos de activos; la evaluación del administrador se enfocará en estos aspectos específicos.

La calidad y robustez de la plataforma de tecnologías de información (TI) del administrador puede determinar los límites por los cuales el administrador puede responder al deterioro del desempeño del activo. Fitch espera que el administrador tenga planes de continuidad del negocio, con procedimientos detallados de recuperación de desastres en caso de que el centro de administración y cobranzas existente no esté disponible.

Para transacciones existentes, Fitch actualiza regularmente sus evaluaciones de las capacidades de originación y administración y cobranza, y procedimientos, típicamente cada 12 a 18 meses, a menos que la transacción esté muy cercana al vencimiento o haya acumulado una mejora sustancial de crédito para que el impacto de la evaluación del administrador no tenga un efecto relevante en el análisis. Además, la agencia espera que los originadores y los administradores informen rápidamente de cualquier cambio relevante en su administración y cobranza o particularmente relevante para transacciones revolventes, procesos de suscripción y originación. En ausencia de cualquier indicación de cambios importantes, el alcance de la evaluación será en general más estrecho que el realizado antes del cierre de una transacción y puede tomar la forma de conferencias telefónicas o cuestionarios.

Supuestos de Sensibilidad de la Calificación

Las calificaciones de las notas emitidas en las ABS respaldadas por cuentas por cobrar de créditos son sensibles a los supuestos de caso base de tasas de incumplimiento y de recuperación. Fitch pondrá a prueba varias series de diferentes supuestos de caso base de las tasas de incumplimiento y de recuperación para analizar la sensibilidad de la calificación de la nota a cambios en dichos supuestos. Cuando existe una dependencia especial del exceso de margen financiero que conduce a una sensibilidad mayor a los prepagos, como se observa a menudo en Latinoamérica, se pondrá a prueba un análisis adicional de sensibilidad de prepagos.

Las tres siguientes tablas muestran la gama de estreses definidos aplicados por Fitch e indican el cambio de calificación (es decir, migración de calificaciones) si el caso base de incumplimiento y/o de recuperación aumenta o disminuye por una cantidad relativa, basada en una transacción representativa (manteniendo los estreses correspondientes). Por ejemplo, el aumento de la tasa de incumplimiento del caso base en 50% puede dar lugar a una rebaja de tres *notches* de la clase A de 'AAAsf' a 'AA-sf'.

Supuestos de Sensibilidad de Calificación al Incrementar Incumplimientos

Escenario	Tasa de Incumplimiento (%)	Clase A	Clase B	Clase C	Clase D
Caso base	5.00	AAAsf	AAsf	Asf	BBBsf
Caso base de incumplimiento incrementado en 10%	5.50	AA+sf	AA-sf	A-sf	BBB-sf
Caso base de incumplimiento incrementado en 25%	6.25	AAsf	A+sf	BBB+sf	BB+sf
Caso base de incumplimiento incrementado en 50%	7.50	AA-sf	A-sf	BBB-sf	BBsf

Fuente: Fitch Ratings.

Supuestos de Sensibilidad de Calificación al Reducir Recuperaciones

Escenario	Tasa de Recuperación (%)	Clase A	Clase B	Clase C	Clase D
Caso base	50.0	AAAsf	AAsf	Asf	BBBsf
Caso base de recuperación reducido en 10%	45.0	AA+sf	AA-sf	A-sf	BBB-sf

Caso base de recuperación reducido en 25%	37.5	AA+sf	AA-sf	BBB+sf	BB+sf
Caso base de recuperación reducido en 50%	25.0	AA+sf	A+sf	BBBsf	BBsf

Fuente: Fitch Ratings.

Supuestos de Sensibilidad de Calificación al Incrementar Incumplimientos y Reducir Recuperaciones

Escenario	Tasa de Incumplimiento/ Recuperación (%)	Clase			
		Clase A	Clase B	Clase C	Clase D
Caso base	5.00/50.0	AAAsf	AAsf	Asf	BBBsf
Caso base de incumplimiento incrementado en 10%/ Caso base de recuperación reducido en 10%	5.50/45.0	AA+sf	A+sf	BBB+sf	BB+sf
Caso base de incumplimiento incrementado en 25%/ Caso base de recuperación reducido en 25%	6.25/37.5	AA-sf	Asf	BBBsf	BBsf
Caso base de incumplimiento incrementado en 50%/ Caso base de recuperación reducido en 50%	7.50/25.0	Asf	BBBsf	BBsf	Bsf

Fuente: Fitch Ratings.

Las sensibilidades ilustradas describen únicamente el impacto implícito de un cambio en una de las variables requeridas. Esto está diseñado para proporcionar información sobre la sensibilidad de la calificación de los supuestos del modelo. No debe ser utilizado como un indicador de desempeño potencial. Si los estreses más altos no reflejan cambios de calificación, entonces los estreses más bajos no serán aplicados.

Como se indica en este informe, Fitch aplica diferentes grados de estrés de calificación a sus expectativas de caso base que se aproximan a puntos diferentes en el tiempo en el ciclo económico. Por lo tanto, el impacto que cualquier cambio en los supuestos del caso base que sea impulsado por factores económicos (en contraposición a los factores específicos del originador) tendría en la calificación puede ser menor que el que se muestra en las tablas arriba. Para evitar dudas, no se producirá una sensibilidad de calificación modelo implícita cuando no se corra un modelo.

Limitaciones

Las calificaciones, incluyendo calificaciones en observación y perspectivas asignadas por Fitch, están sujetas a las limitaciones especificadas en las definiciones de las calificaciones de Fitch, disponibles en www.fitchratings.com/site/definitions.

Los riesgos específicos, tales como excesiva concentración de deudor, empleador, industria, o regional, información de desempeño histórica limitada, o riesgos legales y de operación, pueden impedir que Fitch califique una transacción o limitar las calificaciones obtenibles más altas en el análisis de la agencia. Fitch evaluará la materialidad y relevancia de cualquier restricción de acuerdo con su metodología "Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas" (Apéndice 4).

Variaciones Metodológicas, Divulgaciones e Interacción con Otros Criterios

Variaciones Metodológicas

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

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

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

Interacción con Criterios de Riesgo País

La metodología “Structured Finance and Covered Bonds Country Risk Rating Criteria” indica que, para integrar la expectativa de la agencia del impacto de un incumplimiento soberano en el desempeño del activo, Fitch limitará la calificación de las notas en ciertas jurisdicciones y aplicará estreses adicionales a aquellos supuestos de activos que sean factores claves de las calificaciones.

Para efectos de este reporte metodológico, estos supuestos claves son aquellos sobre incumplimientos y recuperaciones. No se considerará una variación de criterios si los estreses correspondientes caen fuera de las gamas dadas en este informe por operar la metodología “Structured Finance and Covered Bonds Country Risk Rating Criteria”.

De acuerdo con “Structured Finance and Covered Bonds Country Risk Rating Criteria”, para mercados emergentes el estrés aplicado al máximo nivel de calificación alcanzable para finanzas estructuradas en un país particular se establece dos o tres categorías por encima del estrés normal correspondiente a tal escenario. Es decir, en un país con la máxima calificación en ‘BBBsf’, el estrés aplicado a ‘BBBsf’ sería entre las categorías ‘AAsf’ y ‘AAAsf’ de las tablas en este reporte relacionadas al múltiplo de incumplimiento y a los descuentos (*haircuts*) de recuperación (por ejemplo, respectivamente de dos a tres categorías por encima del *cap*).

El comité de calificación deberá usar su criterio al moverse en este rango; considerará las características del activo: las cuentas por cobrar denominadas en moneda extranjera y con tasa variable se consideran más expuestas a eventos soberanos que las cuentas por cobrar con cupón fijo en moneda local.

Divulgaciones Específicas de la Transacción

Fitch espera divulgar los puntos siguientes en sus informes de transacción iniciales y/o RAC:

- supuestos de caso base (tasas de incumplimiento, recuperación y prepago);
- aplicación de estreses a supuestos de caso base en cada nivel de calificación asignado;
- cualesquier supuestos de flujo de efectivo clave cuando sean diferentes de los niveles estándar descritos en este reporte (tales como tiempos de incumplimientos, comisiones preferentes y de administración y WACC);
- cualquier pérdida adicional (que se deba típicamente a riesgos de contraparte tales como compensación o confusión) que se aplique a al análisis de flujo de efectivo; o diferentes límites en el nivel de calificación
- variaciones a este informe de criterios (según se mencionó anteriormente);
- cualesquier límites aplicados de acuerdo con la metodología relacionada arriba.

Fitch utilizará los mismos supuestos de activos para asignar y mantener calificaciones. Cambios relevantes se darán a conocer en los RAC subsecuentes o como parte de la información de seguimiento de la transacción disponible en su sitio web.

Apéndice 1: Criterios Aplicables para Carteras de Pymes

Cuando se presenta una transacción de bursatilización, Fitch decide cómo analizar la cartera y qué criterios son los más apropiados para abordar los riesgos de crédito inherentes de la misma. Algunas carteras de Pymes pueden presentar características de riesgo predeterminado similares a los de las carteras de préstamos de consumo y, por lo tanto, los criterios de calificación para emisiones de deuda respaldadas por créditos al consumo pueden considerarse aplicables para el análisis de las transacciones, en lugar de los criterios de “SME Balance-Sheet Securitisation Rating Criteria”.

A continuación, se muestra una visión general de las directrices que Fitch utiliza para determinar el enfoque analítico apropiado para una transacción. El principal diferenciador es la granularidad. En el primer caso la agencia tendrá en cuenta al deudor, aunque Fitch podrá aplicar la “Metodología de Calificación para Emisiones de Deuda Respaldadas por Créditos al Consumo” a las carteras de las Pymes en la medida en que las características de la cartera y otras consideraciones se estimen compatibles con el enfoque analítico de tales criterios. Para cada transacción, los criterios de calificación aplicables se determinarán a juicio de Fitch y ello se destacará en los informes de calificación de la transacción.

En general, la “Metodología de Calificación para Emisiones de Deuda Respaldadas por Créditos al Consumo” se ajustará mejor a carteras que tengan la mayoría de las siguientes características:

1. tipo de acreditado: individuos (típicamente se aplica la regulación del consumidor) y pequeños acreditados comerciales;
2. homogeneidad y granularidad de los activos:
 - a. concentración limitada de emisores (típicamente los acreditados promedio pesan menos de 5pb; por lo general un activo por acreditado);
 - b. la cartera incluye varios miles de activos;
 - c. la mayoría de los saldos de activos es proporcional a los ingresos típicos del acreditado;
 - d. características similares de productos (canal de originación, método de suscripción, propósito, tiempo al vencimiento, etc.)¹
3. concentración (además de la del emisor)²
 - a. concentración geográfica limitada;
 - b. concentración limitada de la industria;
 - c. concentración limitada del empleador.

¹ Las carteras con cuentas por cobrar que son similares con respecto al canal de originación, metodología de suscripción, propósito, tiempo a vencimiento y tamaño, tienen mayor probabilidad de ser homogéneas. Dentro de una transacción, Fitch podrá analizar una cartera por subgrupos separados.

² La metodología ABS de créditos al consumo no es aplicable a las carteras que exhiben una inestabilidad significativa en su desempeño con respecto a las tasas de incumplimiento. Por lo general, se trata de carteras con un grado alto de concentración sectorial (es decir, empleo de emisores), geográfica y/o industrial. En estos casos, Fitch utilizará otra metodología de calificación que aborde específicamente estos riesgos de concentración.

Apéndice 2: Resumen Lista de Información

A continuación, se describen los datos clave que Fitch utiliza al aplicar el análisis que se indica en este informe. En ausencia de datos específicos y bajo un enfoque de caso por caso, la agencia determinará la disponibilidad de datos indirectos o aproximados, así como la aplicabilidad de esta metodología de calificación. Cualquier falta de datos específicos y ajuste de datos se resaltarán en los reportes de calificación de cada transacción.

La siguiente lista del apartado Portafolio de Datos no cubre el análisis de riesgo de valor residual, el cual puede ser encontrado en bursatilizaciones de créditos o arrendamientos automotrices y está sujeto a un anexo separado de este reporte de criterios. Además, esta lista no es exhaustiva, ya que datos adicionales serán relevantes en determinadas transacciones para analizar riesgos específicos (por ejemplo, datos de terminación voluntaria de los créditos de automóviles del Reino Unido).

Portafolio de Datos

Los siguientes datos, relacionados con portafolios de datos provisionales y definitivos, por lo general se presentan en tablas de estratificación, como ambos saldos pendiente y el número de contratos. Los datos deben ser segregados por subproducto (por ejemplo, préstamos para automóviles nuevos y usados):

- balance inicial y actual;
- concentraciones de los acreditados;
- balance, dividido por cuotas de pagos iguales y por pagos crecientes;
- período de originación y antigüedad;
- canal de originación;
- plazo original y plazo restante;
- rendimiento;
- distribución geográfica;
- propósito del crédito y tipo de activos (en caso de ser un crédito garantizado);
- balance inicial como porcentaje del valor del activo, es decir, el LTV (en caso de ser un crédito garantizado);
- calendario de amortización contractual;
- en caso de que el originador utilice un sistema de calificación para sus acreditados, resultados de dicha categorización de riesgo de forma crédito por crédito y la expectativa de incumplimiento del originador asociada con cada categoría de calificación;
- para créditos sobre nómina en Italia, la información de la aseguradora y del empleador del deudor.

Base de Datos de Tipo Crédito por Crédito: Una cinta de datos de crédito por crédito se pone a disposición normalmente en ciertos tipos de transacciones (por ejemplo, en las de créditos automotrices en el Reino Unido que implican riesgo terminación voluntaria u operaciones de crédito sobre nómina en Italia) o cuando Fitch lo considera beneficioso para su análisis.

Comparación con Datos Estáticos: Para determinar la estabilidad de las características del colateral dentro del desempeño de datos históricos, Fitch revisará los datos de estratificación de parámetros clave en cada portafolio de datos de tipo "cosecha" (o *vintage*) generados por los datos de desempeño. Dichas composiciones de colaterales deben dividirse por subproductos e incluir idealmente la siguiente información:

- por tipo de calificación/categorización - promedios y por diversos rangos;
- enganche y/o LTV original - promedios y por diversos rangos;
- términos - promedios y por diversos rangos;
- pago final con relación a la cantidad inicial del préstamo y/o el precio de compra del automóvil - promedios y por diversos rangos.

Comparación con la Cartera del Originador: Para comparar el portafolio bursatilizado con el portafolio total del originador, Fitch revisará los datos de estratificación de parámetros clave de la cartera total del originador.

Datos Históricos de Desempeño

Los siguientes datos deben cubrir el plazo original de los créditos subyacentes y un mínimo de cinco años de historia. Los datos deben estar divididos por subproducto (por ejemplo, créditos de automóviles nuevos y usados):

- volúmenes de originación históricos;
- saldos promedio históricos;
- cantidad estática acumulada de incumplimientos para cada mes de originación (siguiendo la definición de incumplimiento utilizada en la transacción);
- número estático acumulado de incumplimientos para cada período de originación (siguiendo la definición de incumplimiento utilizada en la transacción);
- cantidad estática acumulada de recuperación para cada período de incumplimiento (siguiendo la definición de incumplimiento utilizada en la transacción);
- cantidad estática acumulada de incumplimientos para cada período de originación (siguiendo la definición de incumplimiento de 90 días de mora);
- número estático acumulado de incumplimientos para cada período de originación (siguiendo la definición de incumplimiento de 90 días de mora);
- cantidad estática acumulada de recuperación para cada período de incumplimiento (siguiendo la definición de incumplimiento de 90 días de mora);
- saldos de morosidad dinámicos, divididos por antigüedad de atraso en pago hasta el punto de incumplimiento;
- impago dinámico por cantidad;
- datos dinámicos o estáticos de prepago.
- en créditos de nómina italianos, la información sobre incumplimiento y cobranza debe dividirse por tipo de deudor (ej. empleados del sector privado y público, y pensionados) y tipo de incumplimiento (ej. fallecimiento o pérdida del empleo).

La definición de incumplimiento en cada transacción se basa generalmente en un número definido de días de atraso en pago. En el entendido de que un administrador comenzara actividades de cobranza especial antes de dicha definición, los saldos de los créditos afectados por estas actividades también serían incluidos en las cantidades incumplidas.

Además, Fitch evaluará los parámetros utilizados para extraer datos históricos y los comparará con la elegibilidad de la metodología de la transacción; hará ajustes analíticos cuando sea apropiado.

Información de Mercado

Fitch también considerará los siguientes datos del mercado y de la industria:

- niveles de originación de créditos de consumo y de saldos;
- datos de morosidad e incumplimiento, si está disponible.

Monitoreo de Desempeño

Para el monitoreo de las transacciones existentes, Fitch espera recibir información detallada del desempeño del activo para cada período de cobranza, que incluya lo siguiente:

- saldo de los activos al final de cada período, incluyendo segregación por tipo de producto y ubicación geográfica;
- saldo de los activos considerados morosos por cada rango de morosidad;
- cobranza de principal en el período;
- cobranza de intereses en el período;
- saldo de créditos que cayeron en incumplimiento en el período;
- cantidades recuperadas en el período de cobranza;
- para transacciones revolventes exclusivamente, el saldo de los nuevos créditos que fueron adquiridos durante el período de cobranza;
- saldo de créditos modificados/refinanciados/recomprados en el período de cobranza, incluyendo el estatus del crédito antes de la acción.

Fitch también espera que la siguiente información sea proporcionada en cada fecha de pago:

- saldo de las notas al final del período;
- distribuciones de principal a tenedores de las notas;
- distribuciones de intereses a tenedores de las notas;
- saldos de las cuentas de efectivo al final del período;
- disposiciones y depósitos de las cuentas de efectivo;
- exceso de margen financiero del período;
- otros ingresos y distribuciones.

En EMEA, la evaluación de Fitch de los reportes disponibles para los inversionistas se resume mediante un reporte de calificación de emisor, como se describe en el reporte especial "[EMEA ABS Issuer Report Grades](#)". Un resumen de datos de desempeño es publicado regularmente en la página de internet de Fitch, en la sección de Surveillance (Monitoreo) de cada transacción, con previa suscripción al sitio (www.fitchratings.com).

Apéndice 3: Ejemplo de agenda para la revisión del Originador y Administrador

La lista a continuación presenta la información que se espera que sea cubierta en la revisión de un originador/administrador de créditos automotrices, contratos de arrendamiento y/o créditos al consumo bursatilizados en una determinada transacción, acorde con lo descrito en la sección [Riesgos Operacionales](#) en el cuerpo principal de este reporte. Los componentes clave de la revisión son los siguientes.

Agenda de Revisión

Tema	Subtema
Presentación de la empresa	Historial y antecedentes comerciales
	Administración
	Accionistas
	Estructura de la organización
	Estrategia de la empresa
Industria y mercado	Revisión de desempeño financiero reciente
	Ciclos de la industria
	Oferta y demanda proyectados
	Posición competitiva y estrategia de crecimiento
	Precios y competencia
Originación y comercialización	Tendencias de ventas de productos
	Relaciones contractuales con agentes y tiendas y exclusividad de acuerdos por producto
	Estructura de pago, sanciones de comportamiento de crédito e incentivos para agentes y tiendas
	Estrategia de comercialización y publicidad, uso de información demográfica
	Procedimientos del originador para garantizar que sus formularios estándar utilizados para que los deudores cumplan con la ley aplicable, sean ejecutables y actualizados regularmente para reflejar cambios en la ley y reglamentos
Perfil del producto	Plazo del crédito (plazo original y plazo restante hasta el vencimiento)
	Diluciones, devoluciones de producto y garantías
	Tamaño máximo y mínimo
	Establecimiento de tasas de interés internas
	Plan de pago/amortización
Perfil del cliente	Tipo de productos financiados
	Concentración de deudor
	Industria
	Ubicación geográfica
Originación – personal	Finanzas (empleado/autoempleo, etc.)
	Organización del departamento de originación
	Experiencia de contratación y reclutamiento/procedimientos de capacitación
Originación – política de crédito	Originación centralizada o a través de sucursales
	Política y procedimientos de crédito
	Proceso para efectuar cambios de políticas
	Cómo cambios en la originación durante los últimos años pueden haber afectado los datos históricos

Agenda de Revisión - Continuación

Tema	Subtema
Originación – puntaje crediticio	Uso del puntaje crediticio – demográfico y por comportamiento
	Método de puntaje – propio o subcontratado
	Insumo clave para el puntaje crediticio
	Resumen de los resultados del puntaje de pruebas retrospectivas o medidas de poder discriminatorias
	Uso de agencias de crédito externas y bases de datos de crédito
	Tasa de aceptación/rechazo
Originación – excepciones	Política sobre excepciones e invalidaciones
	Revisión de excepciones a la política – límites anuales a las excepciones
Originación – aceptación de cuenta	Información requerida de los clientes – criterio de aceptación mínimo, verificación y cálculo de ingresos
	Procedimientos de verificación de información – detección de fraude
	Uso buró de crédito externo y base de datos
	Jerarquía para autorización de crédito desde el analista junior hasta el comité de crédito
	Análisis de originación subjetivo – límite de crédito e información requerida
Originación – puntaje crediticio	Uso del puntaje crediticio – demográfico y por comportamiento
Administración – personal	Organización del departamento de cobranzas
	Experiencia del personal, y procedimientos de reclutamiento y capacitación
	Esquemas de incentivos y remuneración para el incremento de la productividad
	Transferibilidad del personal
Administración – procedimientos generales	Cálculo de saldos de principal
	Métodos de devengo de interés
	Método de recepción de pago – correo, débito directo, cobro de efectivo, etc.
	Aplicación de pagos
Administración – morosidad	Identificación de cuentas morosas, cálculos e informes de morosidad
	Cargos por pagos tardíos u otros tipos de comisiones cargadas
	Procedimientos para cobrar cuentas morosas – momento e intensidad de las acciones, alertas automatizadas, llamadas telefónicas, visitas a domicilio, etc.
Administración – castigos	Política y momento de castigos
	Cálculos e informes de castigos (por ejemplo: inclusión de gastos e interés acumulado)
	Política sobre ampliar, modificar y reestructurar préstamos
	Cobranza de pagos de seguros para las cuentas morosas
Administración – recuperación de cuentas no pagadas	Uso de agentes externos
	Venta de deuda incumplida con descuento, ya sea de manera oportunista o mediante subastas regulares o acuerdos bilaterales
	Recuperaciones y proceso de liquidación (fecha de incumplimiento, toma de posesión, ejecución y reventa o liberación)
	Frecuencia de recepción de efectivo de procedimientos de recuperación

Agenda de Revisión - Continuación

Tema	Subtema
Riesgo operativo – custodia del documento	Método y requisitos de mantenimiento y almacenaje de archivos
	Acceso a archivos
Riesgo operativo – control de calidad	Auditorías internas y externas y procedimientos de control de calidad
	Sistema de TI (<i>hardware y software</i>)
Riesgo operativo – recuperación de desastres y planes de emergencia	Disponibilidad del sitio de respaldo
	Contactos de personal y procedimientos de comunicación
	Administradores alternativos
	Recuperación de información – almacenamiento de datos fuera del sitio

Fuente: Fitch Ratings

Revisión de Archivos

Fitch aspira a realizar una revisión limitada de expedientes para observar procedimientos y prácticas de originación siguiendo los pasos a continuación:

1. Para su revisión limitada, Fitch elegirá cerca de 10 cuentas de la lista preliminar de cuentas provista por el originador.
2. Fitch revisará las copias originales o electrónicas de los contratos de créditos e información de soporte incluida (por ejemplo, pruebas de identificación).
3. Fitch cuestionará e investigará cualquier inconsistencia aparente entre la revisión del archivo y las políticas del originador que fueron presentadas en la revisión del mismo.
4. Fitch incorporará las observaciones relevantes en su proceso de calificación.

Sin embargo, las evaluaciones de archivos no son una práctica establecida en todos los mercados y podrían no realizarse cuando no se generen contratos originales, como es el caso de los modelos de negocio que se suscriben exclusivamente en línea.

Apéndice 4: ABS de Créditos de Nómina

En algunos países, el uso de los créditos de nómina o sobre salarios (SAL; *salary-assignment loans*) es una práctica común entre las instituciones financieras que son originadoras de créditos al consumo. La característica principal de los SAL es que el pago mensual se deduce directamente del salario o algunas veces de la pensión del deudor.³ Estos créditos están sujetos a riesgos específicos evaluados durante el proceso de calificación. Fitch analiza los SAL conforme a los lineamientos generales de este reporte, aunque con algunas consideraciones específicas que se describen a continuación. En Italia, los SAL tienen características específicas y homogéneas, mismas que se describen más adelante en este apéndice.

El análisis de calificación de Fitch para los SAL es similar al de los créditos de consumo estándar no garantizados, con un número notable de consideraciones adicionales. En muchas transacciones de SAL, el caso base de tasa de morosidad puede ser inferior al de préstamos estándar sin garantía, ya que estos SAL no están sujetos al riesgo de voluntad de pago (el pago del crédito se deduce del salario o de la pensión que recibe el acreditado) y, por lo tanto, la información histórica reduce las suposiciones. Además, la garantía de estos préstamos suele ser la pensión del prestatario por lo que el riesgo de desempleo no es referente del desempeño. Finalmente, encargarse de un portafolio de SAL requiere menos interacción directa con deudores, pero requiere habilidades especializadas, lo cual puede complicar el reemplazo de la empresa que presta el servicio.

Marco Legal

Uno de los puntos clave de los SAL es entender y analizar el marco jurídico general de este sistema de cobranza. La posibilidad de deducir la cuota directamente del salario o pensión de un deudor es generalmente un proceso regulado y los prestamistas que tienen esta capacidad deben ser autorizadas y algunas veces supervisadas por una entidad de gobierno. Las normas y los reglamentos que rigen estos créditos pueden ser leyes nacionales o subnacionales o incluso pueden ser acuerdos privados. En general, las regulaciones nacionales son más estables que los acuerdos privados, ya que se aplican a más personas y originadores. Si existe una concentración en un sistema débil de créditos de nómina, Fitch puede aplicar estreses específicos o incluso clasificar los préstamos como una obligación fuera del sistema de cobranza vía nómina y, por lo tanto, se tratan como préstamos de consumo sin garantía tradicionales.

Al analizar el marco legal, Fitch se centra en: quién está autorizado a deducir el pago de la nómina y cómo se le concedió dicha autorización, los límites de la cantidad deducible máxima, prelación y características operacionales de cobranza.

Riesgo de Desempeño

El desempeño ABS de los SAL generalmente depende de los mismos factores de riesgo listados en la primera página de este reporte, aunque con diferente énfasis en riesgos de contraparte y operativos, como se describe en los siguientes párrafos.

En relación con el desempeño del prestamista, el desempleo sigue siendo un factor clave como riesgo individual. Sin embargo, debido a la presencia frecuente de los pensionados, las carteras titulizadas a menudo ven la mortalidad de los deudores como un riesgo medible también. Junto con el riesgo crediticio relacionado con la falta de disposición para pagar, este factor significa que es posible ver las tasas de mortandad publicadas por el instituto de estadística relevante del país en particular (o institución equivalente) para determinar una tasa de incumplimiento por la vida del crédito relacionada con el riesgo de mortalidad, a la luz de la vida restante de la cartera. Aunado a lo anterior, la tasa de incumplimiento podría ser sujeta a un grado de estrés menor del aplicado en los criterios estándares, por lo tanto, Fitch desarrollará un caso de estrés para la cartera (principalmente en la edad de distribución) para transacciones revolventes.

En este sentido, la calidad y confiabilidad de la información histórica es crucial para evitar que los incumplimientos por mortalidad (que son menos sensibles al ciclo económico) se mezclen con los incumplimientos derivados de otras razones (que son más relacionadas al ciclo y deben ser estresadas). Por ejemplo, información pertinente para el incumplimiento por mortandad

³ Fitch no considera un préstamo cuyo pago mensual es descontado de la cuenta de banco del deudor – en la cual se deposita el salario – como un SAL debido a que esta cuenta puede ser sujeta a otras restricciones y el deudor puede tener la capacidad para usar estos fondos para otros propósitos.

como la validada por compañías aseguradoras (como pagos de seguros de vida) se considera más robusta porque el emisor podría proporcionar un nivel significativo de supervisión y calificar para un estrés menor.

Sin embargo, no todas las carteras respaldadas por ingresos de pensiones mostrarán un promedio alto en edades. En lugar de ello, algunas carteras de créditos de nómina podrían estar respaldadas, por ejemplo, por pensiones por incapacidad. En cuyo caso, por un lado, las estadísticas de la población en general podrían no ser apropiadas y, por otro, podría haber una serie de deudores más jóvenes y, por lo tanto, el riesgo de mortandad sería una consideración secundaria. Generalmente estos casos son una minoría y difícilmente influyen en los supuestos de toda la cartera, pero Fitch podría aplicar un acercamiento caso por caso si las proporciones relevantes son considerables.

Riesgo de Contraparte

Cuando Fitch identifica que un empleador, aseguradora, o entidad soberana es fundamental para el desempeño de las notas calificadas, esta situación puede establecer un límite a la calificación máxima que dichas notas pueden alcanzar.

La pérdida de empleo es un fuerte determinante del desempeño y cualquier concentración significativa de la cartera por empleador afectará la relevancia de los datos históricos como guía del desempeño a futuro. En casos de concentración alta en empleadores de calidad de crédito limitada o riesgos específicos como exposición a un solo sector o industria, Fitch podría limitar las calificaciones de las notas debido al riesgo elevado de despidos en masa que podría afectar a la mayoría de los acreditados.

Lo mismo aplica a portafolios basados en SAL otorgados a pensionados del sector público o empleados del sector privado, en que existe un vínculo importante con un ente soberano. Usualmente Fitch limita (*cap*) las calificaciones de las notas a la calificación de largo plazo en moneda local en escala internacional del soberano (o la calificación correspondiente en escala nacional), pero esto podría desviarse de este enfoque – al permitir un máximo de tres niveles (*notches*) por encima de la calificación soberana ⁴- en una determinación caso por caso, que considere la participación como una la exposición del sector público, la concentración de empleadores e instituciones que pagan las pensiones y el nivel institucional de este último (por ejemplo, gobiernos estatales o federales) podría ser una variación en los criterios.

Si las compensaciones de seguro son una fuente material de recuperaciones de créditos, la calidad crediticia del asegurador(es) se convierte en un elemento dentro del proceso de calificación.

Riesgo Operacional

El empleador del deudor, que puede ser una empresa privada o una entidad gubernamental, es responsable de transferir la cantidad contractual. En algunas jurisdicciones, esto se refiere como agente de retención.

Aparte de la pérdida de empleo, la concentración de empleadores representa riesgos operacionales adicionales para la estructura, riesgo que se mitiga normalmente por límites aplicables a concentraciones; alternativamente, Fitch puede llevar a cabo análisis de sensibilidad para obtener información sobre el efecto que puedan tener sobre las calificaciones. Por ejemplo, si un empleador representa más de 3% del total, la agencia deberá discutir si se deben considerar riesgos operativos o de crédito de dicha entidad para aplicar estreses adicionales.

Proceso de Originación y Operaciones en Curso

Al originar SAL, el deudor presenta generalmente pruebas relevantes de ingresos (típicamente recibos de pago y, en algunos casos, una certificación de la cantidad máxima deducible). Un riesgo operacional resultante en algunas jurisdicciones es la posibilidad de que un empleado solicite préstamos de diversas compañías de financiamiento al mismo tiempo. Si esto ocurre, es posible que la cantidad combinada retenida de las dos empresas sea superior al importe máximo permitido. En estos casos, el empleador de retención general tiene reglas específicas, como asignación de tipo 'primera entrada, primera salida', en la que la deducción más antigua tiene

⁴Vaya a CdO y DP de los préstamos italianos para consideraciones y limitantes aplicables a Italia.

prioridad sobre cualquier otro, hasta la cantidad máxima a retener. Si dos deducciones son igual de altas, la cantidad retenida podría distribuirse de manera proporcional. Por esta razón, son importantes los criterios de elegibilidad en los créditos de nómina ABS para incluir que la primera entrega ha sido pagada. Los riesgos operativos muchas veces cambian en este tipo de transacciones. Por ejemplo, mientras los empleadores sigan pagando los montos cobrados, los servicios prestados en relación con dichos créditos son más simples, ya que requieren menos intermediarios. Sin embargo, la administración de atrasos técnicos derivados de empleadores morosos y la reconciliación de pagos de múltiples deudores pueden requerir habilidades más específicas, para que el reemplazo del prestador del servicio, de ser necesario, dependa de la disponibilidad de entidades aptas en la jurisdicción en cuestión. Fitch evaluará el riesgo de continuidad en la prestación del servicio conforme a "Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria".

Créditos CdQ y DP en Italia

En Italia, los SAL se denominan *cessione del quinto*⁵ (CdQ), que implican la afectación de un salario o una pensión, y *delegazione di pagamento* (DP), que tienen menos garantías y se otorgan normalmente a empleados que ya tienen un crédito CdQ.

Ya que las características y riesgos de los productos son relativamente homogéneos, es posible establecer las siguientes consideraciones más específicas para SAL italianos. Se regulan por ley, lo que, en el caso de créditos CdQ, implica un seguro de vida obligatorio y, excepto en el caso de pensionados, seguro de desempleo; los acreedores requieren normalmente seguros similares para créditos DP. El pago de la liquidación al terminar una relación laboral (*trattamento di fine rapporto* o TFR) representa la primera garantía, con prioridad sobre el seguro, y es un factor para que los acreedores determinen el monto inicial del crédito⁶. La siguiente tabla resume las características clave de los créditos CdQ y DP.

Características Clave de los Créditos CdQ y DP

	Créditos CdQ	Créditos DP
Disponible para pensionados	Sí	No
Monto máximo a deducirse	20% mensual del salario neto de impuestos	Suma de los créditos CdQ y DP hasta el 50% mensual del salario neto de impuestos
Perfil de amortización	Pagos periódicos, no pagos crecientes	Igual que los créditos CdQ
Plazo	Dos a 10 años	Igual que los créditos CdQ
Límite de Prepagos	40% del monto pagado	Sin límite
Se requiere el consentimiento del empleador	No (es un derecho del empleado)	Sí
TFR como garantía (cuando aplique)	Automáticamente por ley	El empleador y el empleado deben acordarlo
Protección de salario contra embargos ^a	Otros acreedores del empleado no pueden embargar la porción retenida del salario.	Otros acreedores del empleado pueden embargar la porción retenida del salario
Tratamiento en caso de quiebra ^a	No puede extinguirse por el síndico.	Puede extinguirse por el síndico
Cobertura de seguro	Se requiere por ley, seguro de vida y (excepto pensionados) de desempleo	Normalmente los acreedores requieren seguro de vida y (excepto pensionados) de desempleo

^a En estos casos, se espera que la posición más fuerte de los créditos CdQ frente a los créditos DP ya esté considerada en datos históricos, así que Fitch no aplica ningún tratamiento diferente desde un punto de vista analítico. Fuente: Fitch Ratings

⁵ *Cessione del quinto* significa "cesión de un quinto", que se refiere al monto máximo deducible del salario o pensión (20%).

⁶ El TFR (y, por lo tanto, su uso como garantía) se limita a empleados del sector privado y algunos empleados del sector público.

Además de los factores clave de calificación que se mencionan en la página 1 de este reporte, los riesgos clave para estos productos en Italia incluyen el riesgo normalmente alto de despido que se presenta en el sector público y la existencia de seguros obligatorios. El primero se describe en las siguientes dos secciones; el segundo en el [Análisis de Recuperación](#) que se incluye más adelante. Por el contrario, la importancia de las habilidades de suscripción del originador es neutra, ya que la verificación y el cálculo del salario o pensión son el principal factor.

No se espera que exista una concentración relevante de empleadores en portafolios basados en SAL italianos. En el extraño caso de que así sea, seguramente se tratará de una concentración excesiva evidente en uno o dos empleadores únicamente; en otras palabras, el riesgo de concentración de empleadores será seguramente binario. Fitch, por lo tanto, no tiene un sistema de niveles de concentración y, si dicho riesgo se presenta de forma excesiva, se aplicarán las siguientes consideraciones.

Límites de Calificación y Concentración

Históricamente, los créditos CdQ han estado disponibles únicamente para servidores públicos, pero después se ofrecieron a pensionados y empleados del sector privado también. Como se mencionó, Fitch ha observado que la mayor parte del mercado está compuesta por servidores públicos y pensionados (cuya pensión proviene casi en su totalidad del Estado, que es la norma en Italia), lo que causa que los portafolios basados en SAL italianos estén especialmente expuestos al sector público. Como resultado, la agencia seguirá su metodología “Structured Finance and Covered Bonds Country Risk Rating Criteria” y reducirá el nivel de las calificaciones internacionales (IDR; *Issuer Default Rating*) soberanas frente al nivel aplicado a notas ABS de consumo estándar en Italia, acorde con la tabla siguiente.

Beneficio Reducido en Incrementos de Calificación a partir de la IDR Soberana para SAL Italianos^a

Incrementos sobre el Nivel de IDR Soberana ^b	Exposición al Sector Público
6 (sin límite adicional)	Hasta 33%
5-4	33% a 50%
3-1	Más de 50%
0 (sin nivel)	Únicamente/principalmente sector público entre pocos empleadores

^a Esta tabla es aplicable siempre y cuando Italia tenga una calificación en la categoría ‘BBB’ (entiéndase entre ‘BBB-’ y ‘BBB+’); si dejará de ser el caso, Fitch puede ajustar el nivel.

^b En la calificación límite, las notas tendrán la misma consideración que las IDR soberanas, salvo que se le dé una consideración diferente (o Análisis de Calificación) a su cumplimiento.

Fuente: Fitch Ratings.

Fitch prevé que la mayor parte de los portafolios basados en SAL se limitará a un aumento de tres niveles debido a la exposición alta al sector público. La exposición a portafolios cuyos 10 principales empleadores (excluyendo a INPS, servicio de pago de pensiones en Italia) excedan 20% del portafolio se considera como una concentración relevante de empleadores; esto impediría la aplicación de un aumento de tres niveles. Para dicho fin, los empleadores son las entidades en que laboren los empleados, no aquellas que deduzcan el salario (que en algunos casos es la secretaría de hacienda de Italia).

Análisis de Incumplimientos

Para este tipo de activos, los incumplimientos pueden ser generalmente de uno de tres tipos (y normalmente se provee a Fitch información por separado). Algunos casos de incumplimiento están relacionados con cobertura de seguros: ya sea por muerte del deudor (incumplimientos por muerte) o pérdida del empleo (incumplimientos por pérdida del empleo), mientras que otros incumplimientos residuales existirán después de que no se haga un cierto número de pagos, sin que se actualice un evento de pago del seguro.

Incumplimientos por Muerte: Fitch asignará un supuesto separado de incumplimiento que resulte por muerte de deudores. Dicha expectativa de incumplimiento por muerte no se estresará, ya que se espera que la mortalidad, que es el principal factor de riesgo, se mantenga estable durante varios ciclos económicos. Fitch establecerá su supuesto considerando el riesgo de mortalidad derivado de la información demográfica del portafolio (distribución de edad y género)⁷, así como los datos históricos. Para portafolios revolventes, Fitch deberá considerar cómo la información demográfica del portafolio podría afectar el escenario propuesto.

Incumplimientos por Pérdida del Empleo: En incumplimientos por pérdida del empleo, en el límite de calificación, Fitch aplicará múltiplos de incumplimiento de forma proporcional dos categorías arriba del límite (hasta 'AAAsf'), excepto por empleados del sector privado, que no tendrán este estrés más alto. Por ejemplo, para un límite de 'Asf', Fitch aplicará un múltiplo medio de 5x, en vez de 3x, de conformidad con la tabla de Múltiplos de Estrés por Incumplimiento anterior (en pág. 9).

Asimismo, los múltiplos por encima de los criterios estándar aplicarán a todas las calificaciones entre el límite de calificación y la calificación igual a una categoría por debajo de la IDR soberana, ya que Fitch considera que el estrés en pagos a servidores públicos y pensionados podría materializarse si se acerca un incumplimiento por parte del soberano. Siguiendo con el ejemplo anterior, los múltiplos más altos pueden interpolarse en una categoría inferior a la calificación del soberano (en 'BBsf', en este ejemplo) y en el límite; el mismo estrés que en una operación italiana típica se aplicaría entre la asunción base y 'BBsf'.

La tasa de incumplimiento estresada en el nivel límite se sujetará a un estrés soberano mínimo de 15% aplicado a todos los empleados del sector público; no aplicará a incumplimientos por muerte. Dicho estrés se calibra contra casos de recortes en el sector público que se deban a escenarios globales de estrés para el soberano y considera la falta de precedentes disponibles en la mayoría de los países (incluyendo Italia). Ya sea que la RDR aplicable derive del marco de estrés que se describe en los dos párrafos anteriores o el estrés mínimo del soberano, el estrés intermedio se reducirá proporcionalmente.

Otros Incumplimientos: Otros incumplimientos pueden ocurrir sin activar un evento de pago del seguro. Los ejemplos incluyen casos en que la relación laboral no haya terminado, pero el pago de salarios se haya suspendido (por ejemplo, períodos sabáticos e incapacidad adicional por maternidad) o reducido (por ejemplo, si parte del salario base de un crédito DP se embarga por orden de un juez). Fitch tratará esta categoría de la misma forma que incumplimientos por pérdida del empleo, salvo que se presente evidencia suficiente sobre la composición de dicha categoría que confirme que la relación de trabajo ha continuado; en cuyo caso puede decidir aplicar un estrés menor, que sería una variación de criterios. Para llegar a dicha determinación, el análisis se enfocará en la naturaleza de los eventos de incumplimiento, el número de cobros relacionados (frente a cobros no garantizados que se logran normalmente en el mercado) y el momento en que se hagan (cobros distribuidos uniformemente en el tiempo pueden sugerir que el crédito está sano y se está pagando regularmente), así como cualquier medida para subsanar que el originador pueda proporcionar.

Análisis de Recuperación

El análisis de recuperación sigue el mismo proceso que el análisis de incumplimientos, con una diferencia adicional entre créditos CdQ y créditos DP, ya que los últimos tienen un nivel de garantía menor y generalmente se recortarán⁸ más que los créditos CdQ.

En caso de incumplimientos por muerte, la póliza de seguro es el único medio de cobro. En otros tipos de incumplimientos, se puede lograr el cobro mediante pagos de seguros de desempleo y otras fuentes (principalmente el TFR, en su caso). En ambos casos, (entiéndase muerte y pérdida

⁷ Especialmente, el análisis de mortalidad deberá: (i) basarse en tablas de mortalidad publicadas por el Instituto Nacional de Estadísticas de Italia (Istat); (ii) determinar el número esperado de muertes de deudores para cada grupo de edad/género en el portafolio conforme al vencimiento del grupo; y (iii) convertir el número de incumplimientos que se deba a muertes en el número correspondiente de incumplimientos, considerando la amortización de activos en el tiempo.

⁸ La quita que corresponda se determinará conforme a la sección de Estrés de Recuperación para Calificación de este reporte.

del empleo), el tratamiento de los cobros a compañías de seguros es lo que diferencia este análisis frente al marco general de criterios.⁹

Fitch determinará el supuesto de cobro de seguros con base en datos históricos e incluyendo cualquier ajuste cualitativo por exclusión de políticas, la experiencia del originador en cobro a aseguradoras y de conformidad con los datos históricos de pagos parciales y reclamaciones inválidas. Considerando que las políticas de la aseguradora en esta materia son homogéneas y considerando que los datos históricos lo apoyan, Fitch espera asignar a la mayoría de las operaciones un caso base de recuperación por parte de la aseguradora del 95% de los montos pendientes de pago que sean relevantes; esto para considerar reclamaciones inválidas y pagos ilegales que puedan excluirse de la reclamación a la aseguradora.

Esta asunción representa un límite a la expectativa de cobro del seguro, pero la agencia podrá disminuirlo de conformidad con los datos históricos (que muestren una recuperación menor), la experiencia del originador al tramitar reclamaciones con aseguradoras y la revisión de las exclusiones aplicables a las políticas. Además, salvo que la información específica de la operación indique lo contrario, la agencia no deberá asignar a diferentes aseguradoras diferentes supuestos de caso base, porque: (i) tanto las pólizas de seguro de vida y de desempleo en esta materia tienen disposiciones homogéneas y (ii) una variable clave de cumplimiento es la habilidad del originador para recolectar la documentación necesaria para la reclamación y cumplir con sus obligaciones conforme a la póliza de seguro en cuestión, factor que no se espera que cambie de forma relevante con diferentes aseguradoras.

El crédito que Fitch asigna a pagos de aseguradoras en escenarios con mayor calificación depende de la fortaleza financiera de la compañía de seguros (FFS; o *Insurer Financial Strength*), opinión sobre la calificación o el crédito de la aseguradora en cuestión¹⁰ de conformidad con la siguiente tabla. El ajuste de la calificación FFS se aplicará a la base de recuperación de seguros, así que, si el caso base es 95% y el ajuste 'Asf' es 33.3%, el resultado 'Asf' de recuperación de seguros será $95\% \times 33.3\% = 31.6\%$.

Ajuste de Calificación FFS (%)^a

FFS de la aseguradora	Calificación de las Notas					
	AAAsf	AAsf	Asf	BBBsf	BBsf	Bsf
AAA	100	100	100	100	100	100
AA	75	100	100	100	100	100
A	50	75	100	100	100	100
BBB	0	0	50	100	100	100
BB	0	0	0	50	100	100
B ^b	0	0	0	0	25	100

^a Calificaciones con niveles específicos se interpolarán entre los ajustes a la calificación FFS.

^b No se otorgará crédito a las aseguradoras con calificación 'B-' o menor.

Fuente: Fitch Ratings.

En operaciones revolventes, Fitch determinará un portafolio estresado en lo que se refiere a distribución de seguros, considerando los compromisos en el portafolio y la capacidad de reposición. Asimismo, para evitar alteraciones en la recuperación de dinero y una desviación excesiva de la base esperada, la agencia determinará si aplican límites de concentración en el plazo revolvente.

Ya que el reemplazo de una aseguradora en incumplimiento generaría costos de reemplazo para el emisor, Fitch considerará las implicaciones aplicables a la liquidación que cause dicho

⁹ Para evitar dudas, los cobros que no se logren por pólizas de seguros (normalmente aquellos derivados de "otros" incumplimientos) se evaluarán conforme al marco general de criterios (ver Recuperaciones más arriba).

¹⁰ En algunos casos, Fitch asignará una calificación únicamente a la controladora de una aseguradora que participe en la operación. La agencia cumplirá con los principios que se incluyen en su "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos" y evaluará (considerando la calificación de la controladora) si la subsidiaria no calificada puede considerarse como estratégicamente relevante para la controladora.

reemplazo, dependiendo de la concentración y solvencia de las aseguradoras que tengan el portafolio a su cargo; las conclusiones se incluirán en el reporte de la operación.

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 afirmo una calificación o una proyección.

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

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 Item 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.