

Metodología de Calificación de Contraparte de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Apéndice de Derivados

Intersectorial

Alcance

En este apéndice se describe el enfoque de Fitch Ratings para el análisis de la exposición a contrapartes de productos derivados en transacciones de finanzas estructuradas (FE) nuevas y existentes, y programas de bonos cubiertos (CVB; *covered bonds*). Debe leerse junto con la “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos”. Cada uno de los factores clave de calificación tiene la misma importancia.

Factores Clave de Calificación

Definición de Contraparte de Derivados Elegible: El análisis de Fitch se basa en el supuesto de que las contrapartes sean capaces de cumplir con sus obligaciones y cumplan los requerimientos relevantes mínimos de los riesgos primarios y secundarios que se especifican en la Figura 1. La metodología asume que las contrapartes que proveen derivados de continuación (*hedging*) se sustituirán cuando su calificación baje de los requerimientos mínimos de calificación y que se incluyan garantías como mitigante provisional. Para los derivados de terminación, la calificación de las notas puede verse restringida al nivel de la calificación de la contraparte o de la calificación del activo otorgado como colateral.

Criterios de Colateralización: La disponibilidad de garantías pretende ser un factor mitigante clave si la contraparte se encuentra en incumplimiento antes de que se sustituya (para derivados de continuación) o antes del vencimiento de la transacción (para derivados de terminación). El análisis de la agencia se basa en los acuerdos de otorgamiento de garantía que se documentarán en el momento del cierre de la transacción, incluso cuando la contraparte sea elegible sin otorgar la garantía.

Determinación del Monto de Colateral: Dado que el valor de mercado (MTM; *mark-to-market*) del derivado puede cambiar con el tiempo y variar entre las contrapartes, la metodología de Fitch incluye mitigante de volatilidad (VC; *volatility cushions*) y los ajustes de liquidez. Para los derivados de terminación, Fitch determinará si las garantías otorgadas son suficientes para cubrir las obligaciones de principal e intereses de las contrapartes ante una terminación del *swap*.

Tipos de Garantía, Tasas de Avance: En el análisis de Fitch, las garantías están limitadas a ciertos bonos soberanos, depósitos de efectivo con un banco elegible u otras inversiones aceptables de corto plazo. Para tener en cuenta las discrepancias en el vencimiento, el crédito proporcionado a garantías de tipo soberano está sujeto a una tasa de avance. En los casos en que la garantía esta denominada en una moneda distinta a la de las obligaciones de las contrapartes del *swap*, Fitch aplicara una tasa de avance adicional para abordar posibles movimientos entre divisas.

Pagos por Terminación: El análisis de Fitch se basa en los pagos de terminación adeudados a un emisor de FE que tiene el beneficio (*in-the-money*) para reflejar la función del derivado, por

Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Definición de “Contraparte del Derivado Elegible”	2
Metodología de Colateralización	3
Determinación del Monto de Colateral	4
Tipos de Colateral y Tasas de Avance	9
Impacto de los Pagos de Terminación Anticipada en la Calificación	10
Documentación de Derivados	11
Eventos de Incumplimiento y de Terminación	12
Determinación de los Montos del Pago de Terminación	16
Contrapartes de Derivados de Bonos Cubiertos	18
Variaciones de la Metodología	21
Limitaciones	22
Fuentes de Datos	22
Apéndice 1: Tasas de Avance	23
Apéndice 2: Validación de las Tasas de Avance	25
Apéndice 3: Validación de los Mitigantes de Volatilidad	27
Apéndice 4: Ejemplo de Cálculos del Monto de Colateral	29

Este informe es una traducción del apéndice de metodología “Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria: Derivative Addendum”, publicado el 4 de noviembre de 2021, y sustituye el apéndice anterior de mismo título, publicado el 29 de enero de 2020.

Analistas

Tuuli Krane
+49 69 7680 76 170
tuuli.krane@fitchratings.com

Raúl Domingo
+33 144 299 170
raul.domingo@fitchratings.com

Contactos Global

Marjan van der Weijden
+44 20 3530 1365
marjan.weijden@fitchratings.com

EE. UU.

Rui Pereira
+1 212 908 0766
rui.pereira@fitchratings.com

EMEA

Susanne Matern, CFA
+49 69 7680 76 237
susanne.matern@fitchratings.com

APAC

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

Latinoamérica

María Paula Moreno
+57 1 326 9999
maria.moreno@fitchratings.com

ejemplo, para financiar el costo de sustitución de un derivado de continuación. Fitch también analiza si se mitiga el impacto de los pagos por terminación pagaderos a las contrapartes de derivados que proveen derivados.

Definición de “Contraparte del Derivado Elegible”

El análisis de Fitch depende de que todas las contrapartes tengan los conocimientos operacionales y la capacidad para realizar sus funciones contractualmente requeridas. Además de la clasificación funcional, para llegar a un aislamiento, el análisis de Fitch se basa en contrapartes derivadas que cumplen con un cierto mínimo en su calificación de riesgo, como se explica a continuación.

Figure 1

Tabla del Riesgo de Calificación del Derivado

Categoría de Calificación Máxima	Calificaciones de Riesgo Primarias Mínimas (Sin Garantía)	Calificaciones de Riesgo Secundario Mínimas (Con Garantía)	
		Con “Cláusula Flip” Válida	Con “Cláusula Flip” Inválida
AAA	A o F1	BBB- o F3	BBB+ o F2
AA	A- o F1	BBB- o F3	BBB+ o F2
A	BBB o F2	BB+	BBB o F2
BBB	BBB- o F3	BB-	BBB- o F3
BB	Calificación de Nota	B+	BB-
B	Calificación de Nota	B-	B-

Nota: En este reporte, las calificaciones de largo plazo se refieren ya sea a las calificaciones del derivado de contraparte (DCR; *derivative counterparty rating*) (solo para proveedores de derivado si se asignan y aplican), o bien, a las calificaciones de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*) (cuando la DCR no se asigne o aplique); la calificación de corto plazo se refiere a la IDR. En caso de que haya terceras partes garantizando las obligaciones del derivado de contraparte en jurisdicciones en las que la “cláusula flip” pueda ejecutarse, Fitch considera la IDR más alta del garante y la calificación de la contraparte aplicable. Por ejemplo, los bonos calificados en AAA_{sf} pueden estar respaldados por una entidad calificada en BBB-, garantizando un proveedor de derivado con garantía, o post-garantía.

Fuente: Fitch Ratings.

Las calificaciones mínimas de riesgo primario que se muestran en Figura 1 se aplican a contrapartes de derivados de continuación, considerando la calificación respectiva de la nota con la calificación más alta. Por ejemplo, las calificaciones de FE en AAA pueden estar respaldadas por contrapartes con una calificación del derivado de contraparte de largo plazo (DCR; *derivative counterparty rating*), o una calificación de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*) si no hay DCR asignada de A, o bien, con una calificación de corto plazo de F1 sin utilizar garantía.

Las calificaciones mínimas de riesgo secundario que se muestran en la columna de “Cláusula Flip Válida” se aplican a contrapartes de derivados que otorgan una garantía adecuada y donde suficiente tranquilidad legal en relación con la aplicación de las “Cláusulas de Subordinación” estén disponibles. Por ejemplo, las calificaciones de notas AAA pueden estar respaldadas por contrapartes con una DCR mínima de largo plazo (o IDR) de BBB-, o una IDR de corto plazo mínima de ‘F3’ si tiene garantía. En efecto, el otorgamiento de colateral amplía la capacidad de una contraparte para actuar como contraparte derivada mediante la mitigación de la exposición.

Las calificaciones mínimas de riesgo secundario que se muestran en la columna “Cláusula Flip Inválida” se aplican a contrapartes de derivados que otorgan un colateral adecuado, pero donde no hay suficiente tranquilidad legal en relación con la aplicación de la “cláusula flip” si está disponible.

La calificación de los bonos de FE en presencia de derivados de terminación se puede limitar a la calificación de la contraparte para exposiciones no colateralizadas o a la calificación del activo otorgado como colateral para exposiciones colateralizadas. Consulte *Activos Gravados* en el informe “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” para obtener más información.

Metodologías Relacionadas

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

Global Structured Finance Rating Criteria (Criterios Global de Calificación de Finanzas Estructuradas) (Mayo 2018)

Covered Bonds Rating Criteria (Metodología de Calificación de Bonos Cubiertos) (Enero 2019)

Para efectos de este reporte de metodología, las sucursales de un banco calificado se considerarán como una contraparte elegible siempre y cuando la calificación aplicable (IDR, calificación de depósito o DCR) del banco del que forman parte, aunque sujeto a un límite de techo de país del país donde se encuentra domiciliada la sucursal, sea lo suficientemente alta como para permitir que la contraparte sea elegible conforme a lo establecido en este reporte de metodología. [Ver reporte "[Country Ceilings Criteria](#)" para más detalles]. Para contrapartes de derivados, si el derivado entra al acuerdo maestro de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) y la sección 10 (a) de la estructura aplica, la calificación de techo país no aplica.

Las DCR asignadas a una institución no se tienen en cuenta automáticamente para las sucursales que operen fuera del país de incorporación del banco. Esto se analizará caso por caso.

Metodología de Colateralización

La metodología de colateralización de Fitch se centra en los costos de sustitución de los derivados de tipo continuación. Fitch evalúa el cálculo de cualquier pago de terminación anticipada para determinar en qué medida está alineado con los costos de sustitución (consulte [Determinación de los Montos del Pago de la Terminación](#) a continuación para obtener más detalles). Los criterios de colateralización también proporcionan un margen adicional, que consiste en el VC y el ajuste de liquidez (LA por *Liquidity Adjustment*), que está pensado para cubrir costos adicionales.

El objetivo de la metodología de colateralización para los derivados de terminación es evitar pérdidas asignadas, en lugar de la pérdida de intereses futuros debido a un pago anticipado provocado por la terminación anticipada. En particular, se deben cubrir todos los pagos de interés y principal que adeuden hasta el momento de la terminación del contrato.

El análisis de la agencia se basa en el colateral otorgado para todos los derivados de acuerdo con los siguientes principios.

- El colateral es para beneficio de la transacción de FE o programas de CVB, con una contraparte que cuenta calificaciones mínimas de riesgo primario según la Figura 1; o con un custodio independiente en virtud de un acuerdo legal, en el que los valores se encuentren legalmente aislados del custodio.
- El valor de mercado del derivado y el monto de cualquier colateral que se va a otorgar se determina, al menos, semanalmente. El análisis de Fitch se basa en colateral que se otorga poco después del día de la valuación, en línea con los períodos de asignación estándar del mercado para el colateral.
- El apéndice de soporte crediticio (CSA; *credit support annex*), o documentación similar, se firma en el momento de formalizar el contrato derivado.
- El CSA proporciona claridad sobre los derechos de cumplimiento de la garantía cuando la contraparte es la única parte afectada o en incumplimiento. Cuando los acuerdos de colateral no siguen marcos estandarizados en el sector, por ejemplo, los producidos por la ISDA, una opinión legal debe abordar la aplicación de los acuerdos de colateral. Del mismo modo, los aspectos específicos de la jurisdicción pueden requerir un análisis legal para establecer la aplicación de las disposiciones del colateral.
- Todos los costos relacionados con el otorgamiento de colateral y con la designación de una contraparte sustituta o garante correrán por cuenta de la contraparte que pierda su elegibilidad.
- Los informes fiduciarios de una transacción de FE incluyen información sobre el tipo y las cantidades de la garantía otorgada, si la hay. En función de las disposiciones de los CSA estándar, el agente de valuación debe calcular el monto de la garantía de forma razonable desde el punto de vista comercial y de buena fe. El análisis de Fitch depende de que el agente de valuación cuente con suficiente capacidad operativa y conocimiento del mercado para realizar cálculos de valuación de un *swap*. Fitch realiza una verificación de los importes de otorgamiento de colateral en dichos informes como parte de su proceso de vigilancia.

Se puede aplicar ciertas tasas de avance, dependiendo del tipo de garantía.

- Cuando los documentos de la transacción definen un umbral por debajo del cual no se realizarán ajustes semanales al colateral, por ejemplo, una cantidad de transferencia mínima (MTA; *minimum transfer amount*, este umbral no debe ser superior a USD100,000 o su equivalente en la divisa estipulada por la transacción. Si las MTA están por encima de este límite, este riesgo se evaluará en el análisis de calificación de Fitch, en función de su importancia para la transacción de FE.
- El otorgamiento de colateral es únicamente “unilateral”: el colateral no se otorga para beneficio de la contraparte cuando está *in-the-money*.

Con el fin de supervisar la garantía otorgada, los informes de inversionistas deben incluir detalles del monto de la garantía.

Determinación del Monto de Colateral

Derivados de Continuación

Si una contraparte decide otorgar colateral y cumple al menos con las calificaciones mínimas de riesgo secundario aplicables establecidas en la Figura 1, entonces Fitch evalúa la cantidad de colateral de acuerdo con la formulación que se indica en la tabla siguiente. Tras una baja en la calificación mínima de riesgo secundario por debajo de la aplicable, Fitch espera que se publique un colateral adecuado en un plazo de 14 días naturales desde la inelegibilidad de la contraparte, incluso cuando la parte inelegible será reemplazada u obtendrá garantía en los siguientes 60 días. Si la contraparte tiene una calificación inferior a las calificaciones mínimas de riesgo secundario aplicables especificadas en la Figura 1 al cierre de la transacción, Fitch no considerará el colateral como una mitigante viable para la exposición crediticia hacia el derivado de la contraparte.

Figura 2

Fórmulas de Otorgamiento de Colateral para Calificación Mínima de Largo Plazo o IDR de Corto Plazo

Categoría de Calificación de la Nota con la Calificación Más Alta	Fórmula 1	Fórmula 2
AAA	A- o F2	BBB- o F3
AA	BBB+ o F2	BBB- o F3
A	BBB- o F3	BB+
BBB	n.a.	BB-
BB	n.a.	B+
B	n.a.	B-

n.a. - No aplica.

Fuente: Fitch Ratings

Por ejemplo, una contraparte con una IDR a largo plazo (o DCR cuando se asigna) de A- o una IDR a corto plazo de F2, que respalde una nota con calificación AAA, se consideraría elegible siempre que el monto de colateral otorgado fuera coherente con la Fórmula 1 – de acuerdo a la Figura 2. O bien, una contraparte con una IDR a largo plazo (o DCR cuando se asigna) de BBB- o una IDR a corto plazo de F3, que respalde una nota con calificación AAA, se consideraría elegible siempre que el importe de colateral otorgado fuera coherente con la Fórmula 2. Para evitar dudas, cuando una contraparte tiene una calificación inferior a BBB- y F3, y la columna de “Cláusula Flip Inválida” aplique, solo las sustituciones o las garantías adecuadas se consideran suficientes para proteger una nota AAA o AA del riesgo de la contraparte.

Las dos fórmulas de otorgamiento de colateral son las siguientes:

1. **Importe de Colateral = Máx.[0; MtM + (LA * VC * 60% * Nocional)]**
2. **Importe de Colateral = Máx.[0; MtM + (LA * VC * Nocional)]**

Figura 3
Definiciones de los Términos de los Montos de Colateral

MtM	El valor mark-to-market (MtM) del derivado en el momento de la valuación con el fin de otorgar el colateral. El análisis de Fitch depende del MtM que calcula el agente de valuación basado en un estimado del importe que se pagaría en caso de que se termine el contrato del derivado en la fecha de valuación teniendo en cuenta el entorno de mercado predominante. Consulte Determinación de los Montos del Pago de la Terminación a continuación para obtener más detalles.
LA	El ajuste de liquidez (LA; <i>liquidity adjustment</i>) se especifica por separado para cada tipo de derivado en función del grado percibido de liquidez del derivado en cuestión. Consulte Ajuste de Liquidez a continuación para ver una clasificación de los derivados y los LA correspondientes para dichos derivados.
VC	El importe del VCaborda el riesgo de que el valor de mercado del derivado pueda cambiar antes de la sustitución. Consulte el apartado de "Mitigantes de Volatilidad" a continuación para ver una tabla en la que se especifican los VC por características de derivados.
Nocional	La cantidad nocional actual en la que se basan los pagos del derivado. Fitch espera que se utilice el nocional mayor cuando el mismo difiera para cada una de las partes del derivado.

Fuente: Fitch Ratings

Según Fitch, la combinación de LA y VC proporciona una protección suficiente tanto contra el posible cambio de MtM durante el período de exposición, como contra las posibles diferencias de precios entre la contraparte original y la de sustitución. La ponderación de 60% en la Fórmula 1 de la Figura 2 pretende reflejar el riesgo menor de incumplimiento de la contraparte de una calificación superior. El porcentaje es subjetivo y no refleja directamente las observaciones empíricas históricas relativas a las probabilidades de un incumplimiento instantáneo (*jump-to-default*) de las diferentes contrapartes calificadas.

La designación de una contraparte elegible como garante o contraparte sustituta sería una alternativa válida para otorgar el monto de colateral (CA; *collateral amount*), pero Fitch esperaría que el colateral se otorgara y siguiera disponible hasta su producción.

Los precios de los derivados en el mercado en estas fórmulas a favor de la contraparte se definen como valores de mercado negativos. Como resultado de la fórmula, el colateral se debe otorgar incluso si el valor de mercado del derivado está en favor de la contraparte. Fitch no espera que se publique colateral solo cuando el valor de mercado del derivado sea significativamente más favorable para la contraparte y supere el LA y el VC.

Las fórmulas suponen que el colateral se otorga en efectivo. Se asume que el colateral se otorga en la moneda del derivado para derivados en una sola divisa. En caso de derivados en varias divisas, se asume que el colateral se otorga en la moneda en la que el vehículo de propósito específico (SPV; *special purpose vehicle*) recibe del derivado que normalmente es la misma que en la que se denominan las notas emitidas por el SPV. Cuando el colateral no se otorga en efectivo o cuando surge riesgo cambiario como parte de la colateralización, la agencia aplica tasas de avance al valor del colateral en función de los tipos de colateral utilizados (consulte [Tipos de Colateral y Tasas de Avance](#) a continuación para obtener más detalles). Consulte el [Apéndice 4](#) para ver ejemplos del cálculo del monto del colateral.

Ajuste de Liquidez

Los comentarios del mercado confirmaron que el esfuerzo y los costos relacionados con la sustitución de un derivado se ven fuertemente influenciados por el tipo de derivado en cuestión, significando, la complejidad del derivado, el grado de opcionalidad y condicionalidad, y lo fácil que resulta para una contraparte sustituta cubrir sus obligaciones en virtud del derivado. Por lo tanto, Fitch aplica LA a los derivados en los que se espera que la liquidez y la sustitución sean más difíciles.

Los LA básicos se especifican en la tabla "Ajuste Básico de Liquidez" y dependen de que el derivado tenga un saldo garantizado o haga referencia a un programa fijo creciente o decreciente. Los derivados con saldo garantizado incorporan factores que van más allá del control de la contraparte (tales como, morosidades y pagos anticipados) y, por lo tanto, son más difíciles de analizar y, por lo general, más caros.

Las disposiciones híbridas que aplican un techo o piso al nocional según ciertos umbrales y, por lo tanto, suelen crear un corredor de niveles nocionales se tratan como un saldo garantizado, a menos que proporcionen una variación muy limitada del nocional. Además, los *swaps* con elementos no estándares como las tasas débilmente vinculadas a las tasas de mercado, pero que contengan un elemento de opcionalidad o discreción por parte de la entidad que establece la tasa, descrita en este informe como “índices no estándares” se tratan de la misma forma que los *swaps* con saldo garantizado.

Al fijar los precios de derivados, los participantes en el mercado también se centran en el grado intrínseco de riesgo de crédito o de contraparte que conllevan. Sin embargo, la agencia no considera esto como un elemento clave a la hora de determinar el precio de la mayoría de los derivados de las transacciones de FE y programas de CVB, ya que los pagos de derivados se clasifican en la parte superior de las prioridades de pago, lo que limita el riesgo crediticio de la transacción. El LA se puede aumentar según el caso concreto para aquellos derivados vinculados a notas subordinadas calificadas, o para aquellas que no tengan una posición privilegiada en la cascada de pagos.

Figura 4
Ajuste Básico de Liquidez

Tipo	Ajuste Básico de Liquidez (%)
1. Derivados con un nocional fijo/nocional programado e índices de referencia estándar.	0
2. Los derivados con obligaciones de pago que hacen referencia a índices estándar y a un nocional que hacen referencia al saldo de una nota calificada con un vencimiento fijo no preamortizable (<i>hard bullet</i>). En este contexto, un vencimiento <i>hard bullet</i> solo incluye notas en las que la calificación subyacente aborda el pago en una fecha de vencimiento determinada. La definición de <i>hard bullet</i> no incluye notas que se califican en función de la transferencia de amortización después de un evento desencadenante (<i>trigger event</i>).	0
3. Derivados "esotéricos", por lo general, son aquellos con un nocional que depende del desempeño de los activos, incluyendo morosidades o prepagos. "Saldo garantizado" o derivados que hacen referencia a "índices no estándares"; en este contexto, los "índices no estándares" incluyen aquellos índices determinados de acuerdo con una canasta de tasas o índices de préstamos específicos de bancos que están influenciados por acciones de terceros, por ejemplo, las tasas de interés de préstamos para viviendas de interés social. Esta no es una lista exhaustiva y existen otros derivados que se pueden clasificar como "esotéricos".	25

Fuente: Fitch Ratings

Además, los derivados de larga duración pueden ser difíciles de reemplazar, ya que una contraparte sustituta puede tener problemas para cubrirse a sí misma hasta el vencimiento durante períodos tan prolongados. Existen valores del tesoro de hasta 20 años en las divisas en las que se comercia con más frecuencia (dólares estadounidenses, libras esterlinas británicas, euros, yenes japoneses y francos suizos), que se negocian activamente. Fitch supone que la liquidez se reduce a medida que los vencimientos se extienden hacia el futuro.

Por lo tanto, el LA se incrementa en 5% por cada año que la vida media ponderada del *swap* supera los 20 años, similar a lo siguiente:

$$LA = (1 + BLA) * (1 + \text{Máx}(0\%; 5\% * (WAL - 20))$$

Figura 5
Definiciones de los Términos de Ajuste de Liquidez

BLA	Ajuste de liquidez básico derivado del tipo de derivado.
WAL	La vida media ponderada del derivado (en años, redondeada al siguiente entero) determinada de la manera descrita en "Mitigantes de Volatilidad".

BLA - Basic liquidity adjustment. WAL - Weighted average life.

Fuente: Fitch Ratings

Mitigantes de Volatilidad

Los VC que Fitch calcula abordan el riesgo de cambio potencial en el valor de mercado del derivado durante el periodo de sustitución. El enfoque de la agencia para calcular los VC y las tasas de avance (AR por *advance rates*) supone que la exposición del derivado que abordan no es un factor de riesgo clave del desempeño de la transacción, como es el caso en la gran mayoría de las transacciones. El [Apéndice 3](#) proporciona una breve descripción de la metodología utilizada para calcular los VC.

Figura 6
VC para Swaps de Tasa de Interés, Techos, Pisos y Collares (Caps, Floors y Collars)

Categoría de Calificación de Nota	Swaps de base (%)	Swaps de Tasa de Interés Fija/Flotante, Techos, Pisos y Collares, Dependiendo del WAL (años) (%)						
		<1	1-3	3-5	5-7	7-10	10-20	20-50
AA o Superior	0.75	0.75	2.25	3.50	4.50	5.50	7.50	9.50
A o Inferior	0.50	0.50	1.50	2.50	3.00	3.50	4.50	5.50

Notas: Los VC de *cap* y *floors* se reducen 30%, por ejemplo, para un *cap* de tasa de interés con una WAL de hasta un año, la tasa sería de 0.75 % * 70 % = 0.525 %. WAL – vida media ponderada (WAL; *weighted average life*)

Fuente: Fitch Ratings

Figura 7
VC para Swaps de Tasa de Cambio

Categoría de Calificación de la Nota	Los Swaps FX de Tipo Fijo-Flotante, Fijo-Fijo o Flotante-Flotante con una WAL (años) (%)						
	<1	1-3	3-5	5-7	7-10	10-20	20-50
AAsf o Superior							
- Flotante/Flotante	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75	11.75
- Fijo/Flotante	11.75	12.50	13.00	13.50	14.00	15.00	16.00
- Fijo/Fijo	12.00	13.50	14.75	15.75	16.75	18.75	20.75
Asf o Inferior							
- Flotante/Flotante	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75
- Fijo/Flotante	7.75	8.25	8.75	9.00	9.25	9.75	10.25
- Fijo/Fijo	8.00	9.00	10.00	10.50	11.00	12.00	13.00

Notas: Los VC para las opciones de FX se reducen 30 %, por ejemplo, para una opción de tipo de cambio con una WAL (por *Weighted Average Life*) de hasta un año, la tasa sería de 11.75 % * 70 % = 8.2 %.

Fuente: Fitch Ratings

El *swap* de base (flotante/flotante) se refiere únicamente a *swaps* de base específicos en los que ambas partes hacen referencia a índices estándar en la misma divisa y a un horizonte de hasta 12 meses, por ejemplo, un *swap* que cubre la Libor del dólar estadounidense a tres meses con un desajuste de 10 días en la fecha de restablecimiento, o un *swap* que cubre la Libor del dólar estadounidense a 12 meses, o un *swap* que cubre la tasa base del Banco de Inglaterra contra la Libor de la libra esterlina a tres meses. Tasas variables estándar no se consideran como índices estándar, dado que estas son específicas del prestador. Por lo tanto, los principios de los *swaps* intercambiando las tasas variables estándar con la libra esterlina de la Libor se consideran muy difíciles de reemplazar y el riesgo base resultante está sujeto a ajustes *ad-hoc*, como se detalla en el reporte de metodología del sector.

La vida media ponderada (WAL; *weighted average life*) se refiere al momento de la amortización, suponiendo que no se ejerce ninguna cláusula de terminación anticipada, cero incumplimientos y un supuesto máximo de prepagos. El análisis de Fitch depende de que el supuesto de prepago esté limitado al mínimo entre los siguientes: 5% anual; la tasa de prepago específica de la cartera reportada en los seis meses anteriores; y el supuesto interno de la tasa de prepago de la contraparte. De forma alternativa, se puede aplicar un supuesto de cero prepagos para facilitar el análisis.

Los VC en la Figura 7 asumen que la estructura de los *swaps* es estándar. Se han producido contratos derivados en las transacciones de FE y programas de CVB en los que las obligaciones de pago de una o ambas partes se definen con referencias esotéricas por ejemplo, el rendimiento programado de la cartera titularizada, en lugar de tasas fijas específicas o índices de tipo flotante estándar, como la Libor.

En tales casos, la agencia evalúa el VC documentado en comparación con los niveles mostrados en las tablas anteriores (Figura 6 y 7) teniendo en cuenta los riesgos económicos subyacentes dentro de la estructura del *swap*. Por ejemplo, la agencia esperaría que se aplicara una combinación de los VC anteriores cuando el riesgo económico se considera como de exposición fija/flotante sobre 50% del conjunto de activos y de tasa base sobre el restante 50. Fitch considera los prospectos de sustitución más amplios de dichos *swaps* esotéricos, además de la suficiencia del colchón de volatilidad, como parte del análisis de calificación general.

Si procede, las tablas anteriores hacen referencia a los VC para pares solo de las siguientes divisas: Dólar australiano, dólar canadiense, franco suizo, corona checa, corona danesa, euro, libra esterlina del Reino Unido, won coreano, corona noruega, dólar neozelandés, yen japonés, corona sueca, dólar de Singapur y dólar estadounidense. No se realiza ninguna diferenciación entre las divisas porque, desde una perspectiva a futuro (*forward-looking*), se supone que los cambios en la curva de rendimientos son ampliamente considerados como igualmente probables y de magnitud potencial similar entre las distintas divisas. Fitch analizará otras divisas caso por caso.

Los mitigantes de volatilidad se calculan proporcionalmente para instrumentos derivados, que cambian su naturaleza durante el transcurso de su vida. Un ejemplo son los *swaps* fijos-flotantes, que cambian a un *swap* flotante-flotante después de un período inicial de tipo fijo. Las determinaciones de la agencia de los VC para los techos (*caps*) y pisos (*floors*) de tasa de interés y para opciones de tasa de cambio son derivadas por los mismos factores que para un *swap* de tasa de interés fijo-flotante estándar. Sin embargo, el efecto en el valor de estos instrumentos, que normalmente están *out-of-the-money*, por cambios en los factores de riesgo tiende a ser menor. Por este motivo, el VC para las opciones de *caps*, *floors* y tasa de cambio (FX) se reduce en 30%.

Compensación de Importes de Colateral

Cuando existe más de un derivado entre el mismo emisor de FE y la misma contraparte, por ejemplo, a través de un solo acuerdo principal de la ISDA con varios documentos de confirmación, Fitch revisa los acuerdos de compensación documentados para pagos en caso de terminación y el otorgamiento de colateral. En los casos en los que los pagos de distintos *swaps* se encuentran en la misma posición en la prioridad de FE de pagos del SPV emisor, y los *swaps* se rigen bajo el mismo acuerdo principal ISDA, la documentación puede proporcionar la compensación de pagos de terminación. El análisis de la agencia se basa en la fórmula de otorgamiento de la colateral aplicable (véase la Figura 2) que se aplica después de sumar el MtM, VC y LA de cada *swap* individual, en la medida en que sea probable que se obtengan pagos de terminación netos.

La tabla siguiente se muestra un ejemplo de compensación. Se utiliza el supuesto de que el MtM del *swap* 1 es significativamente negativo. En el momento de la valuación MtM, el emisor tiene una obligación neta hacia la contraparte que se pagará a través de pagos futuros del *swap*. Si el monto del colateral se calcula de forma individual para cada intercambio, suponiendo la fórmula 2 de la figura 2, el monto de colateral agregado resultante será de 1,375,000 o 0 + 1,375,000. Sin embargo, si el monto de colateral agregado se calcula con base en una compensación, el monto del colateral agregado es igual a cero, ya que el MtM negativo en el *swap* 1 es suficiente para mitigar el resto de los montos adeudados al emisor de FE. El LA y el componente del VC se representan siempre como un importe positivo y, por lo tanto, no es posible compensar estos componentes.

Figura 8
Ejemplo de Compensación

	Swap 1	Swap 2	Compensación
MtM (\$)	(15,000,000)	1,000,000	(14,000,000)
Nocional (\$)	40,000,000	40,000,000	

Figura 8
Ejemplo de Compensación

	Swap 1	Swap 2	Compensación
Ajuste de Liquidez (LA)	1.25	1.25	
Colchón de Volatilidad (VC; %)	11.75	0.75	
LA * VC * Nocional	5,875,000	375,000	6,250,000
Max (0; MtM + [LA * VC * Nocional]) (\$)	0	1,375,000	0

MtM - Valor de mercado; *mark-to-market*.
Fuente: Fitch Ratings

El otorgamiento de colateral con base en una posición de compensación supone que será posible sustituir ambos *swaps* a tiempo. En el ejemplo anterior, se requerirían los ingresos del *swap* 1 para financiar la sustitución del *swap* 2. El otorgamiento de colateral con base en la compensación puede ofrecer una protección insuficiente a la transacción de FE o al programa de CVB, para lo cual, si hubiese problemas de sustitución relacionados con *swaps* específicos (por ejemplo, debido a su naturaleza esotérica) Fitch consideraría que la estructura no ofrecería colateral suficiente para mitigar el riesgo de la contraparte y analizaría la transacción sobre la base de que la exposición a la contraparte del derivado no es consistente con esta metodología.

Derivados de Terminación

El análisis de la agencia se basa en que el monto del colateral sea suficiente para cubrir cualquier pago de interés y principal que se adeude a los tenedores hasta el momento de la terminación anticipada de la transacción de FE tras el incumplimiento de una contraparte. Los montos relacionados al principal suelen abordarse según la naturaleza de la estructura a través de un "activo gravado" (consulte Bienes Gravados en "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos"). En este informe, Fitch asume que, en la mayoría de los casos, dos períodos de pago de cupón (sujeto a un mínimo de seis meses) serán suficientes para cubrir el interés que se acumula y permanece sin pagar tras la terminación anticipada de la transacción tras el incumplimiento de una contraparte.

Tipos de Colateral y Tasas de Avance

Con frecuencia, el colateral se puede otorgar en varias divisas a las que se hace referencia en el CSA. Las metodologías de Fitch suponen que el colateral es de tal calidad crediticia que introduciría únicamente riesgo crediticio adicional limitado. El análisis de Fitch depende de que el colateral se encuentre en alguna de las categorías que se enumeran a continuación.

- **Bonos soberanos de calificación alta:** a agencia cree que los bonos soberanos con una calificación mínima de 'A' y 'F1' pueden proporcionar una fuente adecuada de colateral, sujeto a la aplicación de tasas de avance adecuadas con el fin de mitigar riesgos de valor de mercado. La aplicación de las tasas de avance permite el uso de colateral con plazos de vencimiento más largos que los incluidos en la categoría de inversiones elegibles. El [Apéndice 1](#) ofrece tasas de avance para ciertos bonos soberanos.
- **Inversiones elegibles:** Dicho colateral puede tomar la forma de inversiones en valores o de determinados fondos del mercado monetario de bancario, tal como se detalla en "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos".

Tasas de Avance

Las tasas de avance cubren la exposición de riesgo de mercado al que están expuestos los colaterales, excepto por aquellos riesgos implícitos en el vencimiento a un día o riesgos de tipo de cambio. En función de la tasa de avance, el nocional del importe de colateral (CA; *collateral amount*) que se va a otorgar puede ser mayor que el nocional del CA que podría necesitarse si no se aplican tasas de avance, lo que provoca una sobrecolateralización. Fitch define el CA real otorgado para un derivado (CA_{derivado}) como se indica a continuación:

$$CA_{\text{derivado}}/AR_{\text{colateral}}$$

La tasa de avance del colateral ($AR_{\text{garantía}}$), en donde AR es *advanced rate*, aborda el riesgo de un cambio en el valor de mercado del colateral durante el tiempo que toma encontrar una contraparte sustituta debido a un deterioro significativo de la solvencia, o por incumplimiento de la contraparte que otorga el colateral. Las tasas de avance de Fitch se han calculado para cubrir un período de 45 días laborables. El análisis de Fitch se basa en el valor de mercado del derivado y en colateral que se determina al menos una vez a la semana. Por lo tanto, cualquier colateral adicional se debe otorgar al menos semanalmente o devolverse cuando el valor de la cantidad otorgada supere el CA calculado.

Fitch asume que el colateral se mantendrá en una cuenta, ya sea a nombre del SPV o ligado a este, y legalmente aislado de la contraparte del derivado. Además, la agencia supone que la aplicación legal y la perfección de las garantías creadas, o la ejecutividad de cualquier acuerdo de transferencia de títulos, se da cuando una contraparte colateraliza su posición.

Se asume que el colateral para derivados de divisas cruzadas se otorga en la moneda que el SPV recibe del derivado que normalmente es la misma en la que el SPV emitió las notas. Cuando el colateral se denomina en una moneda diferente, el análisis de Fitch se basa tanto en la tasa de avance de la divisa específica como en la tasa de avance del colateral específico que se aplica multiplicando ambas tasas de avance.

El [Apéndice 2](#) proporciona una breve descripción de la metodología utilizada para calcular las tasas de avance.

Impacto de los Pagos de Terminación Anticipada en la Calificación

La mayoría de los pagos por terminación, al igual que con otros pagos adeudados a una contraparte de derivados, cuentan con una posición sénior en las prioridades de pago/cascada de pagos de una transacción de FE. Como consecuencia, las situaciones en las que pueden ocurrir tales pagos por terminación y ser una carga para la transacción de FE se deben considerar como parte del análisis de calificación. Fitch reflejará los pagos por terminación posibles en su análisis de calificación de la siguiente manera.

- Algunos pagos por terminación se activan por eventos fuera del alcance de la calificación de la agencia. Esto incluye, por ejemplo, aquellos que se derivan de una acción ilegal o por causas de fuerza mayor. Los inversionistas deben tener presente que cualquier riesgo derivado de este tipo de pago por terminación no se refleja en la calificación de Fitch.
- Los pagos por terminación relacionados con un mal desempeño por parte del emisor de FE pueden provocarse por eventos dentro del alcance de la calificación de Fitch, y la probabilidad de que se produzcan se puede evaluar en el análisis de la calificación y en los escenarios de calificación pertinentes. Por ejemplo, una parte del análisis del flujo de caja de la agencia es una evaluación de si, durante la vida útil de la transacción, hay suficientes fondos disponibles en escenarios de estrés de clasificación para cumplir las obligaciones de pago del SPV en virtud del derivado. Dichos pagos, cuando se adeuden a la contraparte del derivado, pueden clasificarse como prioritarios en relación con pagos adeudados a los titulares de las notas.
- Los pagos por terminación relacionados con un mal desempeño de la contraparte también pueden ser ocasionados por eventos dentro del ámbito del análisis de la calificación, y la probabilidad de que se produzcan, si no se mitiga, afectaría al análisis de la calificación. Por lo general, los documentos de la transacción requieren la subordinación de estos pagos de terminación adeudados a la contraparte en la cascada de pago de la transacción, lo que se conoce como "cláusula *flip*".
- Para las contrapartes afectadas por la ausencia o la posible invalidez de las "cláusulas *flip*" con respecto a los pagos de terminación, el análisis de Fitch se basa en una sustitución de la contraparte en un plazo de 60 días calendario desde cualquier baja por debajo de la calificación mínima aplicable de riesgo secundario, la cual se menciona como "Cláusula *Flip* -Inválida", para la calificación de nota correspondiente de la Figura 1. Por lo tanto, la colateralización actúa como remedio mucho más pronto para las contrapartes que no se ven afectadas por este problema. Esta provisión pretende

mitigar el riesgo potencialmente incrementado para las transacciones afectadas en caso de insolvencia de la contraparte correspondiente.

- Los pagos por terminación que surjan al ocurrir un evento de referencia (*benchmark event*) en relación con el índice de transacciones de derivados pueden ser importantes para el análisis de calificación de Fitch. Este riesgo se considera suficientemente remoto en los casos en que el contrato derivado incluye disposiciones alternativas similares al Apéndice de Referencia ISDA (*ISDA Benchmark Supplement*). Cuando las provisiones para encontrar un índice de reemplazo son significativamente diferentes o le brindan a la contraparte del derivado la posibilidad de terminar la transacción si la contraparte del derivado no está de acuerdo con la tasa de reemplazo, Fitch evaluará caso por caso la importancia para la calificación de las notas. Fitch divulgará el enfoque aplicado en los comentarios de las acciones de calificación respectivas, incluyendo su efecto en la calificación cuando aplique.

Si, Fitch cree que no se mitiga lo suficiente el riesgo de que los pagos de terminación en un monto incierto deban pagarse con prioridad, o al mismo nivel que los pagos a los tenedores, las calificaciones de las notas pueden verse limitadas por la calificación de la contraparte o la agencia podría no ser capaz de asignar una calificación de grado de inversión o calificación alguna.

Documentación de Derivados

Los derivados en transacciones de financiamiento estructurado y de bonos cubiertos normalmente se documentan en virtud de un acuerdo maestro publicado por la ISDA. El acuerdo principal aborda cuestiones tales como representaciones y obligaciones de las partes, eventos de incumplimiento y otros eventos de terminación, métodos de pago y medidas de pago que surjan tras la terminación anticipada.

Casi todas las titularizaciones que utilizan *swaps*, *caps*, *floors* y opciones utilizan ya sea la versión multidivisas de carácter transfronterizo (*multicurrency-cross border*) del acuerdo maestro de la ISDA de 1992 o el acuerdo maestro de la ISDA de 2002 (en lugar de la versión de jurisdicción local y divisa única del acuerdo principal de la ISDA de 1992), independientemente de la cantidad de divisas o jurisdicciones consideradas. El acuerdo maestro de la ISDA se rige normalmente por la legislación de Nueva York o la inglesa.

El acuerdo maestro de la ISDA de 2002 es similar en forma y contenido a la versión de 1992, solamente que muchas de las diferencias importantes entre los acuerdos están relacionadas con la terminación. Aunque los acontecimientos que pueden dar lugar a una terminación no han cambiado de manera sustancial, el tiempo en el que se puede dar la terminación después de que se produzcan determinados eventos se ha reducido y la medida de pago para calcular los pagos tras la terminación es diferente. Fitch evaluará si los contratos de los derivados siguen determinados principios, descritos a lo largo de este informe, para comprender el impacto en las notas calificadas, independientemente de si se utilizan los acuerdos maestros de la ISDA de 1992 o 202.

Sin embargo, en algunos casos, la agencia ha visto acuerdos maestros redactados en un idioma local y regidos por la legislación local. Aunque dichos acuerdos maestros locales pueden ser simplemente una traducción de un acuerdo maestro de la ISDA, Fitch revisa la documentación relevante del derivado (que puede requerir un análisis legal) para identificar cualquier riesgo relacionado con la aplicación de la ley local a dicho acuerdo en el contexto del análisis de calificación de Fitch.

El acuerdo maestro va acompañado de un anexo y una confirmación que complementan y anulan, en la medida en que se produzca cualquier incompatibilidad, el acuerdo maestro; si existe una incompatibilidad entre el anexo y la confirmación, la confirmación tiene prioridad. La confirmación detalla algunas cuestiones, incluyendo las tasas e índices reales que rigen el derivado relevante, las fechas de vencimiento de los pagos y el importe notional para calcular los pagos. El anexo aplicará, complementará o modificará ciertas disposiciones del acuerdo principal y a menudo introducirá eventos de terminación adicionales (ETA).

Además, los términos de colateralización como factor mitigante para la exposición de la contraparte se establecen normalmente en un CSA, en un formato publicado por ISDA tanto

para la legislación inglesa como neoyorquina. La experiencia con rebajas previas de calificación de participantes del mercado sugiere que acordar y poner en marcha un CSA es un ejercicio que requiere mucho tiempo. Para evitar la posibilidad de que un riesgo crediticio pueda permanecer descubierto porque no se estableció a tiempo el CSA, el análisis de Fitch se basa en los CSA que se acordarán y firmarán entre las contrapartes iniciales de la transacción al firmar el acuerdo derivado. La agencia revisará los CSA de las transacciones para evaluar un posible impacto en la calificación de la transacción.

El CSA también aborda asuntos como las obligaciones de las diversas contrapartes al CSA, la frecuencia del MtM del colateral y la valuación del derivado, y el otorgamiento de colateral, los tipos de colateral elegibles y la cantidad mínima de transferencia en relación con una entrega o devolución de colateral.

Eventos de Incumplimiento y de Terminación

El acuerdo maestro de la ISDA define los eventos de incumplimiento (EDI) y los eventos de terminación que pueden dar como resultado la terminación anticipada de un derivado. Un EDI le otorga a la parte que no está en incumplimiento el derecho de terminar todas las transacciones de derivados en el acuerdo maestro y, si así lo decide, puede disponer de la terminación automática tras un EDI por quiebra. Un evento de terminación otorga a una o ambas partes el derecho de dar por terminado uno o más derivados, pero no necesariamente todos, que existan entre ellos según el acuerdo maestro. La agencia considera los eventos de incumplimiento y terminación de forma similar, ya que cada uno puede suponer la terminación del contrato derivado y, por lo tanto, cada evento debe considerarse en el análisis de la calificación.

Los eventos de incumplimiento establecidos en el acuerdo maestro de la ISDA se pueden resumir de la siguiente manera.

- Falta de pago o entrega: Una parte no realiza el pago o entrega de adeudados, con un período de gracia de tres días laborables (ISDA 1992) o un día laborable (ISDA 2002) después de la notificación.
- Incumplimiento del acuerdo: Una parte no cumple con cualquier otra obligación en virtud del acuerdo, y la situación no se corrige en un lapso de 30 días tras la notificación.
- Incumplimiento del soporte crediticio: La parte depende de un proveedor de soporte crediticio o un documento de soporte de crédito y existe un incumplimiento con respecto a este proveedor o documento.
- Falsificación de hechos sobre un aspecto importante.
- Incumplimiento en una transacción especificada.
- Incumplimiento cruzado, que es el incumplimiento en otras deudas determinadas, por encima de una cantidad umbral acordada.
- Quiebra o eventos de insolvencia similares.
- Fusión sin responsabilidad: Una de las partes se fusiona y la entidad fusionada no asume ciertas obligaciones.

Los eventos de terminación establecidos en el acuerdo maestro de la ISDA se pueden resumir de la siguiente manera.

- Ilegalidad: Un cambio en la ley hace que sea ilegal que una contraparte acate los términos del contrato derivado.
- Evento de fuerza mayor (solo ISDA 2002): Una parte no puede cumplir debido a un caso de fuerza mayor o acto de estado (los ejemplos que se mencionan habitualmente incluyen desastres naturales, actos de terrorismo o actos de guerra) y no puede subsanar el incumplimiento dentro de un período especificado.
- Evento fiscal: Un cambio en la ley tributaria hace que una parte retenga o deduzca un impuesto.

- Evento fiscal debido a una fusión: Una parte tendrá que retener o deducir impuestos debido a la fusión de una parte.
- Evento de crédito debido a una fusión: Una parte se fusiona y la entidad fusionada es mucho más débil que antes.

La parte directamente afectada o que haya causado el evento de terminación se denomina “parte afectada”. Es posible que ambas partes se vean afectadas por el mismo evento. Un evento fiscal tras la fusión agrega el concepto de una parte gravada como se describe a continuación. La parte que tiene derecho a terminar el contrato derivado varía en función del tipo de evento de terminación.

La parte afectada en el caso de los eventos de terminación descritos, y la parte gravada en el caso de un evento fiscal tras la fusión, se puede describir de la siguiente manera.

- Ilegalidad: La parte afectada es la parte que a la que se prohíbe la realización o recepción de un pago o el cumplimiento de alguna otra disposición material en virtud del derivado, debido a que es ilegal.
- Evento de fuerza mayor: La parte afectada es la parte a la que se prohíbe la realización o recepción de un pago o el cumplimiento de alguna otra disposición material en virtud del derivado debido a una causa de fuerza mayor.
- Evento fiscal: La parte afectada puede ser la parte que debe realizar un pago de impuestos por cuenta suya, debido a que una autoridad tributaria o tribunal han gravado un impuesto sobre el pago, o la parte que recibe un pago inferior de su lado, porque la autoridad tributaria o tribunal han gravado un impuesto en la recepción del pago.
- Evento fiscal debido a una fusión: La parte gravada es la parte que debe realizar un pago de impuestos por cuenta suya, debido a un impuesto gravado como resultado de una fusión, o la parte que recibe un pago inferior en su lado debido a un impuesto gravado en la recepción del pago como resultado de una fusión. La parte afectada es la entidad que se ha fusionado.
- Evento de crédito debido a una fusión: La parte afectada es la parte que queda considerablemente más débil en virtud de la fusión.

La parte autorizada para terminar el derivado después de que ocurre alguno de los eventos de terminación es la siguiente:

- ilegalidad: cualquiera de las partes;
- evento de fuerza mayor: cualquiera de las partes;
- evento fiscal: la parte afectada;
- evento fiscal debido a una fusión: la parte gravada; y
- evento de crédito debido a una fusión: la parte no afectada.

Los términos del acuerdo principal a menudo se modifican según el anexo, lo que puede introducir o anular determinados EDI o terminación relacionados con la transacción en cuestión. Entre los ejemplos de ETA se incluyen los siguientes:

- Aviso de aceleración/cumplimiento: Esto puede ocurrir si, el fiduciario presenta una notificación al emisor de FE tras un EDI en virtud de las notas para la aceleración del pago, de modo que las notas se vuelvan pagaderos inmediatamente. Lo ideal es que al emisor de FE también se le permita terminar el derivado si se produce una aceleración. Esto mitiga el riesgo, si la contraparte es la única parte capaz de terminar, de que pueda decidir no hacerlo o de que no pueda hacerlo.
- Canje de notas por parte del emisor: Por el mismo motivo que se establece anteriormente en “Aviso de aceleración/cumplimiento”, lo ideal es que ambas partes tengan derecho a terminar el derivado tras el canje de las notas.
- Deterioro crediticio: Esto puede ocurrir si la contraparte o un proveedor de soporte crediticio de la contraparte pierden su elegibilidad debido al deterioro de su solvencia.

Por ejemplo, esto podría ocurrir si se reduce la solvencia por debajo de un nivel predefinido en el que la acción especificada que se va a realizar al perder su elegibilidad, no se realiza dentro de un período predefinido. En tales circunstancias, la contraparte sería la parte afectada, y el derecho de anular sería opción del emisor como la parte no afectada.

En las secciones siguientes se describe lo que la agencia observa normalmente en la documentación de derivados en relación con los EDI y los eventos de terminación. Si la documentación de una transacción específica se desvía sustancialmente de esta descripción, Fitch evaluará el impacto potencial en la calificación caso por caso.

Eventos de Incumplimiento

Incumplimiento del Acuerdo

Los SPV remotos de quiebra pueden desempeñar varias funciones en las transacciones de FE y programas de CVB, desde ser emisores de notas hasta funciones intermedias, como prestatarios del emisor de FE. Normalmente, el SPV está obligado por los pactos (*covenants*) en los documentos de la transacción. En las transacciones de FE y programas de CVB, los derechos de la contraparte a tomar medidas tras una infracción del SPV suelen estar limitados por los documentos de transacciones de FE.

Por lo general, todos los acreedores garantizados, incluida la contraparte, se comprometen a tomar medidas colectivas para anular acuerdos, acelerar las obligaciones del SPV en caso de incumplimiento y ejercer el derecho de retención solo a través del fiduciario u otro representante designado. Por lo tanto, este EDI no se aplica generalmente al SPV. Sin embargo, cualquier incumplimiento por parte del SPV de acuerdo con los documentos de la transacción podría provocar un incumplimiento de las notas (si las partes han establecido disposiciones al respecto), lo que puede dar lugar a una aceleración o aplicación, que podrían incluirse como un ETA para el derivado en cuestión en el anexo del acuerdo maestro.

Generalmente, este EDI se aplicara a los derivados ejecutados en el curso ordinario del negocio de la contraparte. Por este motivo, el análisis de Fitch se basa en que el EDI de incumplimiento del acuerdo aplique a la contraparte del derivado, como lo haría en sus transacciones ordinarias de derivados.

Incumplimiento del Soporte Crediticio

Fitch no espera que este EDI se aplique al SPV, ya que normalmente no tiene documentos de soporte crediticio ni proveedores de soporte de crédito. Este EDI se puede aplicar a la contraparte. En los casos en que las obligaciones de la contraparte estén garantizadas, el análisis de la agencia se basa en la garantía para incluir un documento de soporte crediticio de la contraparte y un aval como proveedor de soporte de crédito de la contraparte. Por lo tanto, el incumplimiento de la garantía será un EDI del derivado y se aplicarán algunos otros EDI (como la quiebra) al aval.

Falsificación de Hechos

Por el motivo ya descrito en *Incumplimiento del Acuerdo*, el análisis de Fitch se basa en los derechos de la contraparte en virtud del contrato derivado para declarar un EDI de falsificación de hechos por parte del SPV por no más que los derechos de los demás acreedores con garantía de transacción.

Esto se logra normalmente si no se aplica este EDI al SPV. Si las partes han establecido disposiciones al respecto, cualquier falsificación de hechos por parte del SPV en otros documentos de la transacción podría desencadenar un incumplimiento de las notas y dar lugar a una aceleración o aplicación, lo cual se puede incluir como un ETA.

Generalmente, este EDI se aplicara a la contraparte en derivados ejecutados en el transcurso de su actividad comercial normal, de nuevo, por los motivos descritos anteriormente en *Incumplimiento del Acuerdo*. Por lo tanto, el análisis de Fitch se basa en este EDI con aplicación a la contraparte del derivado, como lo haría en sus transacciones ordinarias de derivados.

Bancarrota

La agencia no espera que este EDI se aplique al SPV. El derecho de la contraparte a tomar medidas para anular el derivado en caso de quiebra del SPV está sujeto a los términos de los

documentos de la transacción. En cualquier caso, el análisis de Fitch se basa en que la posibilidad de quiebra del SPV es remota.

Fitch confía en que este EDI se aplique a la contraparte, ya que la quiebra no solo indicaría que la contraparte no tiene los medios financieros necesarios para cumplir con sus obligaciones de pago en virtud del derivado, sino que los acreedores de la transacción deberían poder, en caso de quiebra de la contraparte, dar instrucciones al fiduciario para anular el derivado y sustituir a la contraparte.

Incumplimiento en Transacciones Especificadas

Este EDI normalmente no se aplica al SPV ni a la contraparte. Uno de los motivos para no aplicar este evento con respecto a ninguna de las partes es que, normalmente, una transacción de FE o programas de CVB no tendrá ningún vínculo con otras transacciones.

Incumplimiento Cruzado

Fitch no espera que este EDI se aplique al SPV cuando este se establece como una entidad con posibilidad de quiebra remota solo con el fin de ejecutar la transacción. Esto se debe a que las partes de la transacción normalmente desearían evitar cualquier vínculo entre la transacción y otras transacciones no relacionadas. Por lo general, también habrá restricciones en las obligaciones en las que incurra el SPV que, de otro modo, podrían caer dentro del ámbito de la disposición de incumplimiento cruzado.

Este EDI podría aplicarse a la contraparte, ya que proporciona un derecho adicional e independiente para anular, que podría ocurrir antes que otros eventos vinculados al crédito, como quiebra o deterioro del crédito. La agencia revisará caso por caso el nivel de importe umbral para el incumplimiento cruzado, así como el alcance de las obligaciones incluidas en el incumplimiento cruzado el endeudamiento especificado.

Eventos de Terminación

Evento Fiscal

Este evento de terminación suele aplicarse al SPV como parte afectada, lo que le permite anular el derivado si los pagos realizados por la contraparte quedan sujetos a una retención de impuestos tras un cambio en la ley y la contraparte no está obligada a aumentar dichos pagos para incluir el impuesto.

Este evento de terminación también se aplica normalmente a la contraparte como una parte afectada, lo que permite a la contraparte anular el derivado si los pagos realizados por el SPV quedan sujetos a una retención de impuestos tras un cambio en la ley (en cuyo caso, el SPV no estaría normalmente obligado a aumentar dichos pagos), o si los pagos realizados por la contraparte están sujetos a una retención de impuestos tras un cambio en la ley y la contraparte está obligada a aumentar esos pagos para incluir el impuesto.

Un cambio en la ley tributaria no cae dentro del ámbito de la calificación de Fitch. Sin embargo, si no se proporciona ninguna tranquilidad legal en ausencia de retenciones fiscales sobre los pagos realizados por la contraparte en virtud de la legislación vigente, el análisis de Fitch asume que la contraparte está obligada a aumentar el importe para incluir el impuesto sobre una base no rescindible.

Evento Fiscal Debido a una Fusión

Este evento de terminación suele aplicarse al SPV como parte gravada, ya que los pagos realizados por la contraparte o una entidad sucesora podrían estar sujetos a la retención de impuestos como resultado de una fusión que involucre a la contraparte, y la contraparte o entidad sucesora podría no estar obligada a aumentar el importe para incluir el impuesto de estos pagos. Dado que la contraparte debe ser capaz de prever si, como resultado de su fusión, los pagos que realice o que reciba ella o una entidad sucesora pueden estar sujetos a retención de impuestos, el análisis de la agencia depende de que la contraparte esté obligada a aumentar el importe para incluir dicho impuesto de forma definitiva a fin de que la transacción no se vea afectada por la terminación del derivado. Por lo tanto, este evento de terminación no debe aplicarse a la contraparte como la parte afectada y gravada.

Sin embargo, la capacidad del SPV para fusionarse con otra entidad estará restringida en los documentos de la transacción, lo que hará que sea improbable que la contraparte reciba pagos

inferiores debido a la retención de impuestos aplicada como resultado de una fusión imprevista del SPV. Por este motivo, la contraparte no se considera la parte gravada para este evento de terminación, cuando el SPV es la parte afectada. En principio, sin embargo, no debe afectar al análisis de calificación si este evento de terminación se aplica a la contraparte como la parte gravada en la que el SPV es la parte afectada, ya que una fusión por parte del SPV sería un incumplimiento de las restricciones del documento de transacción y, por lo tanto, no se encuentra dentro del alcance de la calificación de Fitch.

Evento de Crédito Debido a una Fusión

El riesgo de que un SPV active un evento de crédito mediante la fusión con otra entidad se mitiga en las transacciones, ya que el SPV suele ser una entidad independiente con posibilidades de quiebra remotas, establecida únicamente para su función en la transacción. Por lo tanto, los documentos de la transacción le imponen una restricción para realizar otros negocios o fusionarse con otra entidad. Debido a la capacidad de fusión limitada, el hecho de que se aplique o no el evento de crédito al SPV tras una fusión es menos relevante y, por lo general, no se aplica.

Este evento de terminación puede o no aplicarse a la contraparte desde el punto de vista de la calificación. Fitch considera que un deterioro potencial de la solvencia tras la fusión se abordaría mediante provisiones de deterioro del crédito.

Eventos de Terminación Adicionales

Los ETA se pueden negociar entre las partes de la transacción y se documentan en el anexo de la ISDA. Un ejemplo de un ETA que a veces se utiliza es un incumplimiento del acuerdo por parte del SPV, como se ha descrito anteriormente.

Otro ejemplo típico de un ETA utilizado en los derivados de FE y CVB cubiertos es el incumplimiento de la contraparte de las condiciones contractuales, como el otorgamiento de colateral y las disposiciones de sustitución. La agencia consideraría a la contraparte como la única parte afectada, con el efecto de que el SPV tiene el derecho, pero no la obligación, de solicitar la terminación. Cualquier pago por terminación adeudado estaría, por lo general, sujeto a las prioridades de pago de la transacción y subordinado a los términos del contrato.

El análisis de Fitch asume que documentación estipula que el incumplimiento de una contraparte con respecto a las disposiciones de colateralización y sustitución provocará un ETA. A veces, esta obligación para una contraparte está sujeta a un "umbral de esfuerzos". Por ejemplo, cuando requiere solo los "mejores esfuerzos" o "esfuerzos comercialmente razonables". La agencia tomará medidas de calificación en las notas calificadas si considera que las acciones correctivas llevadas a cabo por una contraparte son insuficientes; lo anterior es sin importar cualquier limitante en el esfuerzo, o bien, cualquier ejercicio o no-ejercicio de terminación de derechos tras un ETA, aunado a si la insuficiencia es sustancial para el análisis de la calificación de Fitch.

Determinación de los Montos del Pago de Terminación

Los pagos tras la terminación anticipada se administran de forma diferente en los acuerdos maestros de la ISDA de 1992 y de 2002, y también pueden tratarse de manera distinta si se producen EDI, eventos de terminación o ETA.

El acuerdo principal de la ISDA de 1992 establece dos métodos de pago (el primer método y el segundo) y dos medidas de pago (cotización de mercado y pérdida). Si la terminación anticipada es resultado de un EDI, el primer método establece que los pagos en el momento de la terminación se adeudarán solamente a la parte que no esté en incumplimiento; por ejemplo, a la parte que incumple no se le adeudará ningún pago, aunque haya estado en una situación *in-the-money* cuando sucedió la terminación. El segundo método establece que los pagos tras la terminación se adeudan a la parte en situación de *in-the-money* cuando esta ocurra, sin importar si la parte es responsable del incumplimiento o no.

La medida de pago por cotización de mercado se define como un monto determinado por referencia al mercado para un instrumento similar al derivado terminado. La medida de pago por pérdida se define como la suma de las pérdidas y los costos totales sufridos por la parte que no está en incumplimiento, o sus ganancias tras la terminación del derivado, determinada de forma razonable y de buena fe por la parte que no está en incumplimiento.

Los derivados en titularizaciones que utilizan el acuerdo maestro de 1992 suelen utilizar el segundo método y la cotización de mercado. En virtud de este acuerdo, la parte que no está en incumplimiento presenta los términos derivados a una cantidad predeterminada de corredores a quienes se les pedirá que coticen un precio para tomar el control del derivado de la contraparte en incumplimiento. Si se puede obtener tres o más cotizaciones, se tomará la media aritmética de las tres y la parte que está *out-of-the-money* tendrá que pagar esa cantidad a la parte que está *in-the-money*. También se considerará cualquier monto no pagado que ocurra en la fecha de terminación o antes de ella.

Si la terminación anticipada resulta de un evento de terminación en lugar de ser consecuencia de un EDI, las medidas a tomar dependerán de si una o ambas partes se han visto afectadas. Si hay una parte afectada, el método de pago es idéntico al segundo método, independientemente del método que se establezca en el anexo. La medida de pago aplicada será la cotización de mercado o pérdida, tal como se establezca en el anexo. La parte afectada se trata como la parte en incumplimiento, y la parte que no se ve afectada, como la parte que no está en incumplimiento tanto para el método de pago como para la medida de pago.

Si ambas partes se ven afectadas y se aplica la cotización de mercado, cada parte obtiene un monto de liquidación a través del método de cotización de mercado descrito anteriormente, y el monto del pago será igual a la mitad de la diferencia de los dos resultados. Si ambas partes se ven afectadas y se aplica la pérdida, cada parte calcula su pérdida como resultado de la terminación del derivado, y el monto del pago será igual a la mitad de la diferencia de los dos resultados.

El acuerdo maestro de la ISDA de 2002 aborda los pagos de terminación anticipada de una forma ligeramente diferente. Los métodos de pago y las medidas de pago no se tienen que establecer en el anexo, ya que el acuerdo exige el mismo método y la misma medida de pago en todos los casos.

Si la terminación anticipada surge en virtud de un EDI, la parte que no esté en incumplimiento determina el monto del cierre. Básicamente, se trata del monto de las pérdidas, los costos o las ganancias de la parte que no está en incumplimiento para la sustitución, o la prestación a la parte que no está en incumplimiento, del equivalente económico de los términos materiales del derivado. Para calcular lo anterior, la parte que no está en incumplimiento puede usar información tal como cotizaciones de terceros y datos de mercado relevantes. Al igual que con el segundo método descrito, como resultado de este cálculo, el pago podría adeudarse a la parte en incumplimiento o a la parte que no está en incumplimiento. También se considerará cualquier monto no pagado que ocurra en la fecha de terminación o antes de ella.

Si un evento de terminación da lugar a la terminación anticipada y si existe una parte afectada, el cálculo se tratará como el de un EDI, en el que la parte afectada se tratará como la parte en incumplimiento que devuelve el valor predeterminado, y la parte no afectada será considerada como la parte que no está en incumplimiento. Si ambas partes se ven afectadas, cada parte calcula un monto de acuerdo al párrafo anterior, y el monto del pago será igual a la mitad de la diferencia de los dos resultados.

La determinación de los pagos de terminación anticipada (ya sea como resultado de un EDI o de un evento de terminación) puede tener un impacto significativo en el flujo de caja de las transacciones y, por lo tanto, debe tenerse en cuenta en el análisis de la calificación. La documentación de las transacciones normalmente sigue algunos principios básicos — independientemente del acuerdo maestro (1992 o 2002) utilizado — para una transacción, para lograr la determinación de una suma pagadera tras la terminación equivalente a los costos de un instrumento derivado de sustitución, especialmente si la sustitución de un contrato derivado en la transacción es el objetivo final. Entre ellos se incluyen los siguientes.

1. Los pagos por terminación se determinan mediante la solicitud de al menos tres cotizaciones reales de contrapartes idóneas para derivados en prácticamente los mismos términos que el derivado existente.
2. Las cotizaciones reflejan la cantidad que la contraparte elegible está dispuesta a pagar o recibir para ejecutar un derivado de sustitución, que a menudo se denomina MtM del derivado.

3. Si inicialmente no consigue obtener estas cotizaciones, el proceso se repite o continúa durante por lo menos 45 días laborables.
4. Cuando se produce la sustitución, la cantidad que la contraparte elegible paga o recibe para ejecutar un derivado de sustitución se utiliza para determinar el pago de la terminación.
5. Si no se produce ninguna sustitución porque no se obtienen las cotizaciones necesarias dentro del período establecido, el pago de la terminación se puede determinar de la forma permitida por el acuerdo maestro de la ISDA.

Cuando la documentación específica de la transacción se desvíe materialmente de los principios anteriores, Fitch evalúa el impacto en la calificación caso por caso.

Contrapartes de Derivados de Bonos Cubiertos

Esta sección proporciona una descripción general del enfoque de Fitch para evaluar las exposiciones a tasas de interés y divisas cruzadas en los programas de CVB, y sustituye los pasos analíticos descritos en las secciones anteriores del informe por los conceptos analíticos descritos en esta sección. El análisis de la agencia es con base en que dichos desajustes se mitiguen ya sea por la presencia de un emisor de calificación alta, por contratos derivados documentados internos o por contratos derivados externos. Cuando no existan esos mitigantes, entonces, cualquier discrepancia entre las tasas de interés o divisas distintas puede limitar la calificación del CVB.

En su análisis cuantitativo, Fitch solo tendrá en cuenta los contratos derivados que se hayan establecido antes de la insolvencia del emisor y que se espere que continúen tras una insolvencia del emisor. Los derivados privilegiados, entre el emisor en nombre de la cartera en garantía y una contraparte de derivado, están diseñados para prevalecer ante la insolvencia del emisor.

El análisis de recuperación incremental no suele ser sensible al riesgo de contraparte del derivado en contraposición a los programas en los que se evalúa el pago oportuno de CVB en escenarios de calificación superior al punto de referencia de resolución. Como consecuencia, cuando se prueban programas de CVB para pagos oportunos, la columna izquierda de las Figuras de este apéndice hace referencia al nivel de calificación de pago puntual, en lugar de a la calificación CVB asignada. Por lo general, las contrapartes de derivados tienen derecho preferencial, por delante de otros acreedores (no garantizados) del emisor, en relación al portafolio de activos que garantizan el CVB, y por lo general, están en el mismo nivel que los tenedores de CVB.

Emisores con Calificación Alta

En el caso de emisores con una calificación largo plazo (LP) mínima de AA- o una calificación corto plazo (CP) de 'F1+', la agencia no enfatiza en sus análisis cualitativos las tasas de interés sin cobertura o las diferencias de divisas, ya que el riesgo de salto a incumplimiento se considera suficientemente remoto. Cuando el emisor pierda su condición de calificación alta, Fitch reflejará el riesgo de la tasa de interés y la divisa en sus flujos de caja si el emisor no implementa una acción correctiva dentro del período de corrección aplicable o si las tasas de interés y/o las diferencias de divisas permanecen sin cobertura.

En el caso de emisores con una calificación alta, cuando se establecen medidas correctivas incluido el otorgamiento de colateral por la pérdida de 'AA-' y 'F1+' y la documentación del programa específica un plan de acción para cubrir cualquier riesgo de tasa de interés o exposición de tipo de cambio sin cobertura, tales como documentos de *swap* contingentes, los emisores se benefician de un período de corrección ampliado de 60 días naturales. Si la documentación no incluye medidas correctivas o refleja detonantes como se detalla en la Figura 1, Fitch se basa en el marco temporal de corrección estándar.

Figura 9

Emisores de Calificación Alta

Nivel de Calificación de Pago Puntual de CVB	Calificación Mínima del Emisor
AAA	AA- o F1+

Figura 9
Emisores de Calificación Alta

Nivel de Calificación de Pago Puntual de CVB	Calificación Mínima del Emisor
AA	AA- o F1+

Fuente: Fitch Ratings

Elegibilidad Sin Emisión de Colateral

Si la calificación del emisor es suficiente para respaldar el nivel de calificación de pago puntual del CVB sin colateral (como indica la Tabla del Riesgo de Calificación de Derivado en la Figura 1) y los documentos del programa definen las condiciones de la cobertura que se deben concluir tras bajar al mínimo la calificación de riesgo primario del emisor (como documentos *swap* contingentes), la agencia se basará en los términos de cobertura predefinidos en su análisis cualitativo. El compromiso del emisor de participar en un acuerdo de cobertura convenido previamente se considera lo suficientemente sólido y el riesgo de incumplimiento instantáneo, lo bastante remoto, siempre y cuando se considere que el emisor es elegible sin colateral.

En caso de que la calidad crediticia de un emisor caiga por debajo del mínimo requerido de la calificación de riesgo primario, especificado en la Figura 1, el análisis de Fitch se basará en la mitigación de cualquier diferencia entre las tasas de interés o las diferentes divisas de acuerdo con los términos documentados, en un plazo de 30 días naturales. Fitch reflejará las diferencias en las tasas de interés y las divisas en su análisis de flujo de caja. Si el emisor no implementa el acuerdo derivado documentado con una contraparte de derivado externa elegible o una contraparte interna con la cantidad de colateral necesaria, o si alguna exposición a riesgo de tasas de interés o divisas permanece sin cobertura.

Contrapartes de Derivados Internas

Fitch define a una contraparte de derivados interna como la misma entidad que el emisor o una que esté estrechamente relacionada, tal como una subsidiaria de propiedad absoluta. El análisis de Fitch se basa en que las contrapartes internas cumplan con la definición estándar de una contraparte de derivado elegible, tal como se establece en la Tabla del Riesgo de Calificación del Derivado (Figura 1), acorde con las transacciones de FE.

Fitch cree que las contrapartes de derivados internas no proporcionan una protección incremental a los inversionistas de CVB contra las tasas de interés y el riesgo de tipo de cambio, dado que no hay un beneficio de un recurso doble al emisor o a la contraparte del derivado. Sin embargo, la formalización de contratos derivados coherentes con estos criterios constituye un paso provisional útil hacia el nombramiento de una contraparte de derivados externa, en caso de que la solvencia del emisor se deteriore aún más, a medida que el establecimiento inicial de contratos derivados, que incluyen acuerdos de otorgamiento de colateral y lenguaje de sustitución, ofrezcan cierta protección a los inversionistas de CVB.

Cuando cualquier aspecto de las estructuras internas de los derivados aumente preocupaciones en relación con la capacidad para obtener una sustitución externa, Fitch supondrá una cobertura reemplazable, una cobertura parcial o una nula en su modelo de flujo de caja.

Contrapartes de Derivados Externas

La agencia define una contraparte de derivados externa como una entidad que no está relacionada con el emisor. Según Fitch, el recurso dual a un emisor y una contraparte de derivados externa elegible lleva a un grado de dependencia menor de la contraparte de derivado, en comparación con una transacción de FE, que no cuente con dicho recurso. La agencia analiza la solvencia tanto del emisor como de la contraparte en relación con el nivel de calificación de pago puntual de CVB. Esto se basa en las obligaciones de pago tanto del emisor como de la contraparte de derivados, ya que los inversionistas en CVB solo se expondrían a pérdidas por incumplimiento de una contraparte de derivados si además el emisor cayera en incumplimiento.

La definición de la elegibilidad de la contraparte para contrapartes externas es coherente con la definición de una contraparte interna elegible y la sustitución depende de las calificaciones de la contraparte según la Tabla del Riesgo de Calificación del Derivado de la Figura 1. Sin embargo,

las expectativas de Fitch de otorgamiento de colateral por lo general son más bajas para CVB, con contrapartes de derivados externas y emisores con una calificación mínima de 'BBB-' o 'F3', en comparación con aquellas para CVB con contrapartes internas y transacciones de FE, según se define en la siguiente tabla.

Figura 10

Fórmulas de Otorgamiento de Colateral para Calificación Mínima a Largo Plazo o IDR de Corto Plazo Cuando el Emisor Tiene una Calificación Superior a 'BBB' o 'F3'

Nivel de Calificación de Pago Puntual de CVB	Sin Garantía	Base ^a	Fórmula 1	Fórmula 2
AAA	A o F1	A- o F2	BBB- o F3	n.a.
AA	A- o F1	BBB+ o F2	BBB- o F3	n.a.
A	BBB o F2	BBB- o F3	BB+	n.a.
BBB	BBB- o F3	n.a.	n.a.	BB-
BB	n.a.	n.a.	n.a.	B+
B	n.a.	n.a.	n.a.	B-

^a Fórmula base: Cantidad colateral = Máximo (0; MtM). n.a. - No aplica.

Fuente: Fitch Ratings

Figura 11

Fórmulas de Otorgamiento de Colateral para Calificación Mínima de Largo Plazo o IDR de Corto Plazo Cuando el Emisor Tiene una Calificación de 'BBB', 'F3' o Inferior

Nivel de Calificación de Pago Puntual de CVB	Sin Garantía	Base ^a	Fórmula 1	Fórmula 2
AAA	A o F1	A- o F2	n.a.	BBB- o F3
AA	A- o F1	BBB+ o F2	n.a.	BBB- o F3
A	BBB o F2	n.a.	BBB- o F3	BB+
BBB	BBB- o F3	n.a.	n.a.	BB-
BB	n.a.	n.a.	n.a.	B+
B	n.a.	n.a.	n.a.	B-

^a Fórmula base: Cantidad colateral = Máximo (0; MtM). N.A. - No aplica.

Fuente: Fitch Ratings

Para los emisores con una calificación inferior a 'BBB-' y 'F3', se aplicarán las fórmulas de otorgamiento de colateral estándar detalladas en Figura 2.

Eventos de Incumplimiento y de Terminación Anticipada

Algunos eventos de incumplimiento y de terminación anticipada estándar de la ISDA no se deben aplicar al emisor de CVB para proteger la continuidad de los derivados tras la insolvencia del emisor, como en las transacciones de FE. Fitch no espera que el incumplimiento de los pagos, la quiebra ni ningún otro evento directamente aplicable al emisor de los CVB conlleven la terminación anticipada de los derivados.

Cuando el emisor de los CVB se haya establecido exclusivamente para comprar activos y emitir CVB, una falta de pago por parte del emisor es equivalente a una inhabilidad de hacer pagos puntuales en los CVB; este es el caso de emisores franceses de bonos garantizados (*obligations foncières*) y bonos para el financiamiento de vivienda (*obligations de financement de l'habitat*) y emisores de bonos cubiertos de Noruega. Por lo tanto, los contratos de derivados pueden incluir eventos de terminación vinculados al desempeño del emisor sin afectar a la calificación de los CVB.

Pagos de Terminación Prioritarios o al Mismo Nivel (*Pari Passu*)

Si se da por terminado un *swap*, además de dejar la cartera en garantía desprotegida frente a movimientos futuros de las tasas, un pago de terminación prioritario o al mismo nivel adeudado de la cartera en garantía a la contraparte del derivado podría afectar el nivel de liquidez del emisor de CVB lo que a su vez podría afectar su capacidad para realizar pagos a los tenedores de los bonos.

Los documentos de transacción pueden requerir la subordinación de los pagos de terminación en la prioridad de los pagos cuando la contraparte del derivado es la parte en incumplimiento, tal como una “cláusula *flip*”. En algunos regímenes de bonos cubiertos, como en las *obligations foncières* y *obligations de financement de l’habitat* de Francia y Pfandbriefe alemanes, los pagos de terminación del derivado se clasifican al mismo nivel que el de los tenedores de CVB.

Incumplimiento por Contraparte Externa

El pago por terminación de derivados con contrapartes externas que incumplan solo afectaría a los titulares de CVB si lo siguiente se cumpliera: la contraparte entra en incumplimiento, lo cual detonaría el pago de terminación; el emisor de CVB entra también en incumplimiento y no puede financiar el pago; el *swap* no se sustituye a tiempo; y, si el *swap* estuviese en situación de *out-of-the-money* para el emisor de CVB. Fitch considera que esta combinación de eventos es lo bastante remota y por lo general no modifica el análisis de calificación de un programa de CVB con derivados externos con pagos de terminación prioritarios o al mismo nivel.

Incumplimiento por Contraparte Interna

El incumplimiento de la contraparte y del emisor de CVB coincidiría con derivados con contrapartes internas y, por lo tanto, la agencia considera que el riesgo de que un pago por terminación se adeude a la contraparte es menos remoto que en el supuesto de una contraparte externa.

Al igual que ocurre con las transacciones de FE, el riesgo se puede mitigar aplicando un umbral de elegibilidad ajustado a la contraparte del derivado, con base en que un detonante anterior de la acción de sustitución reducirá la probabilidad de que la contraparte interna entre en incumplimiento antes de la sustitución. Los umbrales de elegibilidad aplicables se muestran en la columna “Cláusula *Flip* Inválida” en la Figura 1.

De forma alternativa, para los programas de CVB con pagos de terminación sin subordinación, contrapartes internas ni ningún otro mitigante estructural, Fitch puede vincular la calificación de los bonos a la calificación del emisor de CVB, si se considera que el riesgo de liquidez que se deriva de que el pago por terminación se adeude es sustancial y no está lo suficientemente mitigado.

Variaciones de la Metodología

Las metodologías de Fitch están diseñadas para ser utilizadas en conjunto con un juicio analítico experimentado ejercido a través del proceso de un comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción 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.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o una entidad en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluido el efecto 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 una calificación y la metodología aplicada para ello se incluyan dentro del alcance de estas metodologías, pero el análisis descrito en estas requiera modificarse con el fin de abordar factores específicos para la transacción o entidad específicas.

Limitaciones

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

Fuentes de Datos

El análisis de la agencia se basa en la información proporcionada por el emisor o el intermediario (si existe). El proceso de calificación también puede incorporar información disponible para el público o información proporcionada por terceros. Si es pertinente para la calificación, la agencia revelará otras fuentes relevantes.

Apéndice 1: Tasas de Avance

Las tasas de avance que se muestran en la tabla siguiente se aplican cuando el colateral se otorga en la misma moneda que las obligaciones de pago de las contrapartes de derivados.

Figura 12
Tasas de Avance para Bonos Soberanos con Calificación Mínima de AA- y F1+

Emisor de Bonos Soberanos	Vencimiento de Bonos Soberanos	Nota con la Calificación Más Alta AA-sf o Superior (%)	Nota con la Calificación Más Alta A+sf o Inferior (%)
Australia y Nueva Zelanda	< 1 año	98.5	99.0
Australia y Nueva Zelanda	1 a 3 años	97.0	98.0
Australia y Nueva Zelanda	3 a 5 años	94.5	96.0
Australia y Nueva Zelanda	5 a 7 años	92.0	94.5
Australia y Nueva Zelanda	7 a 10 años	89.0	93.0
Dinamarca y Suecia	< 1 año	98.5	99.0
Dinamarca y Suecia	1 a 3 años	96.5	97.5
Dinamarca y Suecia	3 a 5 años	93.5	95.5
Dinamarca y Suecia	5 a 7 años	91.5	94.5
Dinamarca y Suecia	7 a 10 años	88.5	92.5
Zona del Euro	< 1 año	98.5	99.0
Zona del Euro	1 a 3 años	96.5	97.5
Zona del Euro	3 a 5 años	93.5	96.0
Zona del Euro	5 a 7 años	91.5	94.5
Zona del Euro	7 a 10 años	89.5	93.0
Zona del Euro	10 a 30 años	75.0	82.5
Singapur	< 1 año	97.5	98.0
Singapur	1 a 3 años	94.5	95.5
Singapur	3 a 5 años	91.5	93.0
Singapur	5 a 7 años	87.0	89.0
Singapur	7 a 10 años	81.5	84.5
Suiza	< 1 año	98.5	99.0
Suiza	1 a 3 años	97.5	98.0
Suiza	3 a 5 años	95.5	97.0
Suiza	5 a 7 años	94.5	96.0
Suiza	7 a 10 años	93.5	95.5
Reino Unido	< 1 año	98.5	99.0
Reino Unido	1 a 3 años	96.5	97.5
Reino Unido	3 a 5 años	92.0	94.5
Reino Unido	5 a 7 años	91.0	94.0
Reino Unido	7 a 10 años	89.5	93.0
Reino Unido	10 a 30 años	80.0	87.0
Estados Unidos y Canadá ^a	< 1 año	97.5	98.0
Estados Unidos y Canadá	1 a 3 años	96.0	97.0
Estados Unidos y Canadá	3 a 5 años	93.5	94.5
Estados Unidos y Canadá	5 a 7 años	93.0	94.0
Estados Unidos y Canadá	7 a 10 años	91.0	92.5
Estados Unidos y Canadá	10 a 30 años	80.0	87.0

^a Las tarifas de avance para Estados Unidos y Canadá también son aplicables a Hong Kong.
Fuente: Fitch Ratings

Figura 13
Tasas de Avance para Bonos Soberanos con Calificación Mínima de A y F1

Emisor de Bonos Soberanos	Vencimiento de Bonos Soberanos	Nota con la Calificación Más Alta AA-sf o Superior	Nota con la Calificación Más Alta A+sf o Inferior
Zona del euro	<1 año	95.0	96.5
Zona del euro	1 a 3 años	88.0	92.0
Zona del euro	3 a 5 años	83.0	88.5
Zona del euro	5 a 7 años	78.0	85.5
Zona del euro	7 a 10 años	78.0	85.5
Zona del euro	10 a 30 años	77.5	85.0
Japón	<1 año	99.0	99.0
Japón	1 a 3 años	97.0	98.0
Japón	3 a 5 años	94.5	96.5
Japón	5 a 7 años	92.0	94.5
Japón	7 a 10 años	87.5	92.0
Japón	10 a 30 años	71.0	81.0

Fuente: Fitch Ratings

Las tasas de avance de tipo de cambio FX (AR; *advanced rates*) que se muestran en la tabla siguiente "Tasas de Avance para Descalces de FX" además de las que se muestran en las tablas Tasas de Avance para Bonos Soberanos con Calificación Mínima de AA- y F1+ y Tasas de Avance para Bonos Soberanos con Calificación Mínima de A y F1 se aplican siempre que exista una diferencia de divisas entre la moneda del colateral y las obligaciones de la contraparte. Si se proporcionan bonos gubernamentales en moneda extranjera, serán múltiples tanto la AR para riesgo por tipo de cambio (FX) como la AR del instrumento. Las AR de FX se aplican a pares de divisas en dólares australianos, dólares canadienses, francos suizos, coronas checas, coronas danesas, euros, libras esterlinas británicas, coronas noruegas, dólares neozelandeses, yenes japoneses, won coreano, coronas suecas, dólares de Singapur, dólares de Hong Kong y dólares estadounidenses.

Figura 14
Tasas de Avance para Diferencias de FX

	Nota con la Calificación Más Alta 'AA-' o Superior	Nota con la Calificación Más Alta 'A+' o Inferior
Tasas de Anticipo (%)	86.0	90.5

Fuente: Fitch Ratings

Apéndice 2: Validación de las Tasas de Avance

Las AR están diseñadas para proporcionar cobertura a movimientos en el valor de mercado del colateral en el transcurso del tiempo, o el riesgo de valor de mercado del colateral. Por ejemplo, para un instrumento otorgado como colateral con una AR de 95%, el 105.3% de los valores se otorgarían para cubrir la posible exposición. Las AR son una función del período de exposición, que en lo sucesivo se considera de 45 días laborables, el tiempo que se supone que se necesita para encontrar una contraparte sustituta para el derivado. El análisis de Fitch se basa en una valuación y otorgamiento de colateral con una periodicidad, por lo menos, semanal.

Fitch ha desarrollado las AR mediante pruebas históricas de estrés de la peor pérdida. La agencia lleva a cabo revisiones periódicas de las AR mediante la metodología descrita en este informe. La determinación de la AR de Fitch se basa principalmente en el percentil 99.5 de observaciones históricas de experiencias de pérdida para cada tipo de colateral, tal como se observa en los índices de referencia que comienzan a principios de la década de 1980 para la mayoría de los valores. Incluso si el análisis futuro indica un rendimiento de los activos más positivo o estable que el implícito en las AR presentadas, Fitch puede no modificar las AR.

Fitch puede proporcionar las AR caso por caso para tipos de colateral distintos a los incluidos en el Apéndice 1. Fitch asume que el colateral en derivados en varias divisas se otorgará en la moneda que el SPV recibe del derivado — normalmente la misma en la que el SPV emitió las notas. Cuando el colateral se denomina en una moneda diferente a la divisa de las notas o cuando surge el riesgo de FX por otros motivos, el análisis de la agencia se basa tanto en la divisa específica de la AR como en la AR del colateral específico que se aplicará cuando el colateral se denomine en una divisa diferente a la divisa de la nota, o bien, cuando el riesgo de tipo de cambio aumente por otras razones, al multiplicar ambas AR.

Análisis Cuantitativo y Modelación

Fitch realiza estreses al caso base para cada tipo de colateral, teniendo en cuenta las pérdidas históricas observadas y la volatilidad y liquidez del tipo de colateral otorgado. El estrés de caso base se convierte entonces en una pérdida estresada en cada nivel de calificación, al multiplicar el estrés de caso base por un factor representativo para escenarios de estrés de calificación más altos.

Volatilidad

El análisis de Fitch de una categoría de activos determinada se basa en el percentil 99.5 de las experiencias de pérdida observadas históricamente por tipo de activo, dado un período de exposición de 45 días laborables. El análisis utiliza datos históricos de precios extraídos de un índice representativo de un activo. Por ejemplo, la agencia utiliza los índices de referencia para diversos vencimientos de bonos proporcionados por DataStream de Thomson Reuters para bonos gubernamentales. En ocasiones, la agencia utiliza varios índices para su análisis, observando la volatilidad de los precios y los componentes del índice. Los índices utilizados tienen al menos 10 años de datos disponibles, pero a menudo hay datos disponibles desde principios de la década de 1980.

Liquidez

Fitch considera la liquidez del mercado en períodos de estrés como especialmente relevante para las AR. Sin embargo, en vista de la definición de inversión elegible de Fitch (consulte “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” para obtener más información) y del colateral resultante, Fitch asume que hay liquidez disponible en la mayoría de los casos y, por lo tanto, no aplica ningún estrés adicional.

Pérdida Esperada

Fitch calcula un estrés al caso base para cada clase de activo según el método de percentil. La agencia clasifica cada estrés al caso base como coherente con un estrés de calificación determinado, después de revisar los factores de pérdida principales, la escala de disminución durante el período económico específico y la magnitud de la pérdida de percentil en comparación con otras pérdidas históricas.

Una vez que se determina un nivel de calificación para cada estrés al caso base, el estrés se incrementa utilizando los múltiplos correspondientes para reflejar las pérdidas esperadas más altas en escenarios de estrés de calificación más altos. El múltiplo se basa en el desempeño

histórico de los activos por categoría de calificación. Por ejemplo, para aumentar un estrés 'BBB' a un nivel 'AAA', se utiliza un múltiplo de dos. Por lo tanto, si se ha observado que una pérdida de percentil 99.5 durante un período de 45 días laborables en una clase de activo es de 11%, y esta pérdida se considera consistente con un estrés 'BBB', se estima que una pérdida máxima de nivel 'AAA' estará en el 22% durante el período de 45 días laborables.

Apéndice 3: Validación de los Mitigantes de Volatilidad

Los VC para tasas de interés y *swaps* de distintos tipos de divisas están destinados a proteger contra el riesgo de que, después de que una contraparte entre en incumplimiento, el monto otorgado de MTM no sea suficiente para cubrir el costo de sustitución de un derivado, debido a un cambio en el valor de mercado del *swap* desde la fecha de otorgamiento de colateral más reciente.

Fitch considera que los VC para *swaps* de tasas de interés fijos/flotantes en la misma divisa suelen ser adecuados para cubrir un cambio paralelo de 50 puntos base (pb) en las curvas de *swap* a corto y mediano plazos en un escenario de *Asf* y un cambio paralelo de 75 pb en un escenario de *AAAsf*. Fitch considera que, para los *swaps* con diferentes divisas, como se muestra en la tabla “VC para *Swaps* con Distintas Divisas”, los movimientos en el tipo de cambio spot son los detonantes principales de la volatilidad del valor, y que los elementos de tasas de interés tienen un impacto menor. Los VC para *swaps* con diferentes divisas están dimensionados para cubrir un cambio supuesto de 7.5% en el tipo de cambio spot en un escenario ‘*Asf*’ y un cambio supuesto de 11.25% en un escenario ‘*AAAsf*’ más una parte adicional para cubrir la volatilidad de las tasas de interés, dependiendo de la estructura del *swap*.

Fitch derivó estos supuestos de situaciones de estrés a partir de movimientos observados históricamente en un período de 45 días laborables. Sin embargo, la agencia reconoce que los tiempos de sustitución reales pueden variar después de la insolvencia de una contraparte.

El elemento de interés para los *swaps* de tasa flotante/flotante con divisas diferentes se dimensionó a 50% del VC para los *swaps* de tasas base en la misma moneda. Fitch eligió el factor de 50%, en lugar de 100%, para reflejar el potencial de que los *shocks* de las tasas base y FX no tienen un efecto negativo simultáneo.

El elemento adicional de volatilidad de las tasas de interés en *swaps* con divisas distintas con un componente de tasa fija/flotante se dimensionó a 50% del VC para el *swap* correspondiente de la tasa de interés. La agencia eligió el factor de 50%, en lugar de 100%, para reflejar el potencial de que los *shocks* de la curva de *swap* y FX no tienen un efecto negativo simultáneo.

El elemento adicional de volatilidad de las tasas de interés para *swaps* con divisas distintas con un componente de tasa fija/fija se dimensionó al 100% del VC para el *swap* correspondiente de la tasa de interés. Fitch eligió el factor de 100%, en lugar de 200%, para reflejar el potencial de que los *shocks* de la curva de *swap* y FX no tienen un efecto negativo simultáneo. Los valores que se muestran en la tabla Los VC para *Swaps*, *Caps*, *Floors* y *Collars* de las Tasas de Interés y en la tabla Los VC para *Swaps* con Distintas Divisas se han redondeado a 0.25 % más próximo.

Para analizar la relación entre los *shocks* a la curva de *swap* supuesta o al tipo de cambio spot y la valuación del *swap*, Fitch realizó pruebas en una serie de estructuras hipotéticas de *swap* utilizando la herramienta Bloomberg Swap Manager y bajo escenarios definidos por Fitch. La agencia revisó la idoneidad de los escenarios definidos en el contexto de los movimientos históricos en los movimientos de la curva de *swap* de tasas de interés y tipo de cambio spot durante un período de 45 días laborables. En determinadas observaciones históricas, los movimientos observados de la curva de *swap* y FX han superado los que se asumieron en la derivación de los VC. En vista de la naturaleza secundaria del riesgo tal como, la contraparte es principalmente responsable de financiar el costo de sustitución, la agencia generalmente excluyó del 2.5% a 5.0% de las peores observaciones históricas al validar los escenarios de *shock* ‘*Asf*’.

Si el incumplimiento de una contraparte coincide con un movimiento extremo de las tasas de interés o del tipo de cambio spot, el monto de colateral puede resultar insuficiente para sustituir por completo un *swap* debido a la exclusión de los peores escenarios. La tabla siguiente “Movimientos del Tipo de Cambio Spot Seleccionados en un Período de 45 Días Laborables” muestra los movimientos con precios de tipo de cambio spot seleccionados en 2007 y 2008.

Figura 15
Movimientos del Tipo de Cambio Spot Seleccionados en un Período de 45 Días Laborables

	Liquidez de BoE de Northern Rock	Declaración de Quiebra de Lehman Brothers	Paquete de Rescate Bancario Gubernamental del Reino Unido
Fecha de Inicio	14 sep 2007	15 sep 2008	13 oct 2008
Fecha de Terminación	15 nov 2007	14 nov 2008	12 dic 2008
Divisa Base	GBP	USD	GBP
GBP (%)	n.a.	22.1	n.a.
AUD (%)	(3.2)	24.5	(9.4)
EUR (%)	(3.3)	13.0	(12.4)
JPY (%)	(2.6)	(7.3)	(22.9)
USD (%)	1.9	n.a.	(13.8)

BoE - Banco de Inglaterra; Bank of England. N.A. - No aplica.

Fuente: Fitch Ratings

Fitch no utilizó directamente estas observaciones para derivar los VC de la metodología. Sin embargo, demuestran el nivel de volatilidad de los precios del tipo de cambio spot en torno a acontecimientos bancarios recientes. Los VC de la metodología no cubrirían los movimientos de finales de 2008 resultantes del incumplimiento de Lehman Brothers y varios bancos británicos que recibieron paquetes de apoyo y que coincidieron con reducciones extremas en las tasas de interés en varios países.

Apéndice 4: Ejemplo de Cálculos del Monto de Colateral

Figura 16
Ejemplo: 1

Tipo	Swap de Base de Tasa de Interés
Nocional	100,000,000
Vida Media Ponderada	10 años
¿Saldo Garantizado?	No
Calificación de las Notas	AAAsf
Mark to Market	1,000,000
Colchón de Volatilidad VC (%)	0.75
Calificación de la Contraparte	A-/F2 (se aplica la fórmula 1)
Ajuste de Liquidez	1 + 0% (swap LIBOR de programación fija)
Monto de Colateral	= Máx. (0; 1,000,000 + (1.00 * 0.75% * 60% * 100,000,000)) = 1,450,000

Fuente: Fitch Ratings

Figura 17
Ejemplo: 2

Tipo	Swap de Tasa de Interés Fija/Flotante
Nocional	100,000,000
Vida Media Ponderada	25 años
¿Saldo Garantizado?	Sí
Calificación de las Notas	AAAsf
Mark to Market	(1,000,000)
Colchón de Volatilidad VC (%)	9.50
Calificación de la Contraparte	BBB/F3 (se aplica la fórmula 2)
Ajuste de Liquidez	$(1 + 25\%) * (1 + \text{Máx. } [0\%; 5\% * (25 - 20)]) = 1.25 * 1.25$ = 1,5625 (swap de saldo garantizado con WAL larga)
Monto de Colateral	= Máx. [0; -1,000,000 + [1,5625 * 9.50% * 100,000,000]] = 13,843,750

Fuente: Fitch Ratings

Figura 18
Ejemplo: 3

Tipo	Swap Fijo-Flotante con Divisas Distintas
Nocional	50,000,000 (en moneda nacional)
Vida Media Ponderada	5 años
¿Saldo Garantizado?	No, programación fija
Calificación de las Notas	AAAsf
Mark o Market	15,000,000
Colchón de Volatilidad VC (%)	13.0
Calificación de la contraparte	BBB/F3 (se aplica la fórmula 2)
Ajuste de Liquidez	$(1 + 0\%) * (1 + \text{Máx. } [0\%; 5\% * (5 - 20)]) = 1.00 * 1.00$ = 1,00 (swap de intercambio de divisa no esotérico)
Monto de Colateral	= Máx. (0; 15,000,000 + [1.00 * 13.0% * 50,000,000]) <21,500,000

Fuente: Fitch Ratings

Dado que la traducción de esta metodología aplica a nivel regional en Latinoamérica, los decimales se indican con punto y los millares con coma para efectos de estandarización de separadores nominales. Además, se usa la palabra calificación en lugar de clasificación, así como bursatilizaciones en lugar de titularizaciones o securitizaciones, términos cuyo uso depende del país.

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

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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1,000 a USD 750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 10,000 y USD 1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

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

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

Derechos de autor © 2022 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.