

# Metodología de Calificación de Créditos Grandes de CMBS

## Sector Específico

### Alcance

La "Metodología de Calificación de Créditos Grandes de CMBS" se utiliza para analizar créditos en dos tipos de operaciones con valores respaldados por hipotecas comerciales (CMBS; *commercial mortgage-backed securities*): de acreditado único y de agrupación grande de créditos. Estos criterios se utilizarán para evaluar créditos de opinión crediticia con operaciones fusionadas de múltiples acreditados. La metodología se usará tanto para calificaciones existentes como nuevas.

El alcance del informe se limita a los tipos de activos y jurisdicciones en Norteamérica, Latinoamérica y la región Asia-Pacífico, tal como se identifica en los apéndices de la metodología. Las calificaciones pueden estar limitadas por consideraciones específicas de la ubicación o soberanía. El colateral de los créditos o CMBS se compone, de modo convencional, mediante hipotecas o escrituras de fideicomiso; en ciertas transacciones, tales como aquellas respaldadas por carteles publicitarios, el activo que produce ingresos se considera propiedad privada y se garantiza a través de los estatutos financieros del código comercial uniforme (CCU).

Fitch Ratings describe en este informe cómo las particularidades de la propiedad, el crédito y la transacción determinan los supuestos para calcular el producto por actividades de financiamiento (producto por deuda) del escenario de calificación específico. El producto por deuda representa las cantidades que se esperan recuperar o refinanciar bajo escenarios de calificación distintos. En el caso de operaciones de agrupaciones de créditos grandes, el producto por deuda calificado representa la suma de productos por deuda del escenario de calificación específico de cada crédito, los cuales se ajustan según su agrupación.

### Factores Clave de Calificación

Para cada seguimiento, el comentario de acción de calificación respectivo analizará los factores clave de calificación más relevantes.

**Flujo de Efectivo de la Propiedad:** Fitch analiza los ingresos de la propiedad, gastos operativos y gastos de capital para derivar el flujo de efectivo neto de Fitch (FEN; *Fitch net cash flow*) que refleje un desempeño sostenible del inmueble.

**Características del Colateral:** La evaluación de Fitch de las características del colateral determina los supuestos de apalancamiento. Las características del colateral incluyen la propiedad, el arrendamiento, el patrocinio, la gestión de propiedades, la ubicación, el mercado y atributos similares. Los supuestos de apalancamiento de Fitch incluyen las tasas de capitalización y constantes, así como los umbrales de razón de cobertura de la deuda (RCS; *debt service coverage ratio*) y de crédito a valor del activo (LTV; *loan-to-value*). Los supuestos del FEN de Fitch también reflejan la fortaleza relativa de las características del colateral.

**Apalancamiento:** Los productos de deuda calificados se determinan utilizando los umbrales de apalancamiento de escenario de calificación específico de Fitch (RCS o LTV), así como el FEN o valor de la propiedad según Fitch.

**Estructura de la Transacción y del Crédito:** Algunas características estructurales de las transacciones y los créditos son típicas de las transacciones de finanzas estructuradas o los grandes créditos de los CMBS. La presencia y la fortaleza relativa referente a características

## Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Aplicación de la Metodología de Calificación de Créditos Grandes de CMBS	2
Resumen del Proceso de Calificación	3
Fuente de Supuestos y Datos de la Transacción	4
Determinando el Flujo de Caja Neto de Fitch	5
Cálculo del Producto de Escenario de Calificación Específico	7
Características del Colateral	9
Estructura de Transacción y del Crédito	10
Ajustes a Supuestos de Apalancamiento	13
Consideraciones de Valor Oscuro	16
Análisis de Agrupación en Operaciones de Agrupaciones de Créditos Grandes	17
Sensibilidades de Supuestos de Calificación	20
Sensibilidades Definidas	20
Seguimiento	20
Divulgación de la Metodología	22
Variaciones Metodológicas	22
Limitaciones	22
Apéndice A: Supuestos de Apalancamiento para Norteamérica	23
Apéndice B: Supuestos de Apalancamiento para CMBS de la Región de Asia-Pacífico	25
Apéndice C: Supuestos de Apalancamiento para CMBS de Latinoamérica y Otras Consideraciones	26

Este documento es una traducción del reporte en inglés titulado "CMBS Large Loan Rating Criteria", publicado el 14 de junio de 2023, y reemplaza la versión correspondiente en español publicada el 5 de mayo de 2023.

## Analistas

Karen Trebach  
+1 212 908 0215  
[karen.trebach@fitchratings.com](mailto:karen.trebach@fitchratings.com)

Gregg Katz  
+1 312 368 3345  
[gregg.katz@fitchratings.com](mailto:gregg.katz@fitchratings.com)

Eric J. Rothfeld  
+1 212 908 0761  
[eric.rothfeld@fitchratings.com](mailto:eric.rothfeld@fitchratings.com)

Juan Pablo Gil  
56 2 3321 2916  
[juanpablo.gillira@fitchratings.com](mailto:juanpablo.gillira@fitchratings.com)

Chris Stankovski  
+61 2 8256 0341  
[chris.stankovski@fitchratings.com](mailto:chris.stankovski@fitchratings.com)

colectivas apuntan hacia los supuestos de apalancamiento; sin embargo, ante su ausencia, Fitch podría limitar las calificaciones.

**Agrupación:** Para los grandes créditos evaluados en el contexto de un grupo de acreditados múltiples (agrupación grande de créditos), los productos por deuda agrupados reflejan los ajustes por diversificación y la posible agrupación negativa.

## Aplicación de la Metodología de Calificación de Créditos Grandes de CMBS

La diferencia principal entre los análisis de acreditados múltiples y grandes créditos está más en el enfoque de la calificación que en el tamaño del crédito. Dada la falta de diversidad o exposición a un crédito (o un acreditado), el análisis de un crédito grande utiliza una estimación de recuperación específica del crédito o la capacidad de refinanciamiento. Este enfoque a menudo se conoce como “dimensión directa”. En contraste, el análisis de transacción de acreditados múltiples utiliza un análisis de portafolio, en el que las pérdidas de la cartera se calculan según la probabilidad de incumplimiento y la pérdida tras un incumplimiento. Los créditos grandes suelen tener un apalancamiento menor y características estructurales y de colateral más fuertes en comparación con los de los CMBS compuestos por agrupaciones de créditos.

La “Metodología de Calificación de Créditos Grandes de CMBS” se utiliza para analizar los créditos en dos tipos de transacciones de CMBS: de acreditado único y de agrupaciones de créditos grandes. Los criterios se utilizan a la vez para analizar créditos de opinión crediticia en operaciones de fusión de acreditados múltiples.

### Acreditado Único

Las transacciones de un acreditado proveen financiamiento a un prestamista, garantizado ya sea por una única propiedad, o bien, por un conjunto de propiedades con colaterales cruzados y con insolvencia cruzada. Las transacciones de un acreditado calificadas por Fitch deberán mostrar durabilidad de flujo de caja, patrocinador con experiencia y un buen nivel de capitalización, así como una estructura sólida del crédito. Para transacciones de un único activo, Fitch espera que el colateral tenga la construcción de mayor calidad, terminación y ubicación. Además, se espera que el colateral muestre durabilidad de su valor y de flujo de caja a través de los ciclos, que tenga alta comerciabilidad para compradores potenciales y mantenimiento diferido al mínimo. Para transacciones de activos múltiples, Fitch considera el portafolio total, en lugar de las propiedades individuales, y espera diversidad y colateralización cruzada para mitigar los riesgos de desempeño de propiedad individual.

Fitch podría aplicar límites de calificación, o bien, rechazar calificar transacciones que no muestran estas características. La debilidad en algunas características podría compensarse por fortalezas en otras. A manera de ejemplo, Fitch consideraría limitar una calificación en transacciones respaldadas por lo siguiente:

- sin tener mitigantes robustos, un edificio de oficinas de clase A en un mercado secundario o un edificio de oficinas de clase B en un mercado principal;
- un centro comercial o un portafolio diversificado de centros comerciales ubicados en mercados secundarios o terciarios;
- un portafolio diversificado de propiedades de uso específico con usos alternativos limitados;
- un portafolio de hoteles de menor calidad sin patrocinador con experiencia y buen nivel de capitalización, incluso estando bien diversificado por cantidad o geográficamente;
- un portafolio de edificios industriales con concentración de inquilinos, a menos que se rente a inquilinos calificados con grado de inversión;
- una propiedad de clase A en un mercado primario, con una exposición significativa a arrendamientos a corto plazo o vacantes.

Fitch destaca que estos últimos son solo ejemplos y no constituyen el espectro completo de razones por las cuales se aplicaría una limitante para la calificación.

### Metodologías Aplicables

Global Structured Finance Rating Criteria (Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas) (Marzo 2023)

U.S. and Canadian Multiborrower CMBS Rating Criteria (Metodología de Calificación de los CMBS de Acreditados Múltiples de EE. UU. y Canadá) (Mayo 2023)

Criteria for Rating North American Commercial Mortgage Servicers (Metodología de Calificación para Administradores Hipotecarios Comerciales de Norteamérica) (Diciembre 2022)

Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria (Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos) (Marzo 2023)

## Agrupaciones Grandes de Créditos

Estas transacciones suelen constar de hasta 20 créditos al momento de su emisión, cada uno respaldado por una o más propiedades, con patrocinadores generalmente discretos. El tamaño promedio del crédito normalmente supera USD25 millones, con créditos individuales que, a menudo, superan los USD100 millones. Los grupos con un gran número de créditos, en los que una pequeña cantidad de créditos representan en general una gran proporción de la transacción, también pueden considerarse agrupaciones de créditos grandes.

## Créditos de Opinión Crediticia en Fusión de Acreditados Múltiples

Las operaciones de acreditados múltiples frecuentemente incluyen créditos grandes con características bastante similares a las de créditos de acreditado único. Estos créditos se evalúan de manera individual utilizando este reporte de metodología y reciben una opinión crediticia que refleja las características sobre una base individual. En el enfoque de la fusión, los productos por deuda de créditos grandes de escenario de calificación específico, con beneficio de agrupación, se añaden a los productos por deuda de escenario de calificación específico de la operación. Los créditos de opinión crediticia en operaciones de fusión, por lo general, consideran intereses por participación *pari passu* en un crédito más grande. El tamaño individual de un crédito de opinión crediticia en una operación de fusión de acreditados múltiples obedece esta metodología; sin embargo, el beneficio de agrupación para estos créditos y la metodología de calificación para estas operaciones se describen en las metodologías de Fitch “U.S. and Canadian Multiborrower CMBS Rating Criteria”.

En el período de supervisión, si el desempeño de un crédito de opinión crediticia se ha deteriorado de tal manera que ya no se considera con grado de inversión, Fitch ya no lo modelará como crédito de opinión crediticia y lo analizará como un crédito bajo la metodología de Fitch de “U.S. and Canadian Multiborrower CMBS Rating Criteria”.

## Resumen del Proceso de Calificación

El análisis cualitativo de Fitch indica su selección de supuestos de apalancamiento (constantes, tasas de capitalización y umbrales de RCSD o LTV), así como posibles limitantes de calificación. Los factores cualitativos, los cuales son evaluados en conjunto, incluyen características del colateral, así como la estructura de transacción y crédito, lo cual, a la vez, incluido el apalancamiento total (con deuda subordinada, si la hubiera), agrupación, calidad de la propiedad y diversidad del colateral.

El análisis cuantitativo determina el FEN de Fitch y los resultados de escenario de calificación específico, a los cuales también se refiere como calificación implícita del modelo (CIM). Para calcular el FEN de Fitch, Fitch analiza los ingresos y gastos históricos y suscritos proporcionados por emisores, a fin de reflejar el FEN de Fitch sostenible. El FEN de Fitch se considera el flujo de efectivo para todos los escenarios de calificación.

La agencia calcula el resultado del escenario de calificación específico mediante la división del FEN de Fitch entre el producto de la constante de refinanciamiento, los umbrales del RCSD del escenario de calificación específico y el factor de amortización (el enfoque por RCSD), o mediante la división del FEN de Fitch entre la tasa de capitalización, multiplicada por el umbral del LTV del escenario de calificación específico, divididos entre el factor de amortización (el enfoque por LTV). Fitch hace estos cálculos a través del módulo de créditos grandes del modelo base de CMBS, un modelo patentado basado en Excel.

El producto generado a través de un modelo podría redondearse fuera del mismo. El producto generado a través del modelo, o redondeado, para cada calificación, o bien, las pérdidas esperadas implícitas, se comparan con el saldo insoluto acumulado real de cada clase y/o con la mejora crediticia actual de cada clase calificada a fin de definir la CIM.

Las referencias a los “productos por deuda” en este informe se refieren a la cantidad de deuda acumulada en una calificación determinada, incluida la deuda sénior y *pari passu*. El producto por deuda refleja la cantidad esperada que se recuperaría o refinanciaría bajo diversos escenarios de calificación. Las referencias a “productos por deuda agrupados” se refieren a la suma de los productos por deuda totales, en una calificación determinada, después de cualquier ajuste por agrupación.

Los umbrales de LTV y RSCD de Fitch se basan en las disminuciones del valor de mercado históricas. La agencia compara la disminución del valor de mercado, implícita en la diferencia entre el resultado del escenario de calificación específico y el valor de Fitch, así como en el contexto de las disminuciones de valor observadas en varios ciclos económicos históricos. Fitch considera los rendimientos de deuda de escenarios de calificación específico, en relación con las tasas de capitalización de Fitch y las tasas de capitalización del mercado, así como las tasas de capitalización promedio a largo plazo y las constantes hipotecarias, como manera de comparar las operaciones.

Vea los apéndices para obtener información sobre los supuestos de apalancamiento específicos y otras consideraciones de calificación, que pueden variar entre jurisdicciones.

### Determinación de Calificación

Aunque la CIM es una consideración clave para la determinación de la calificación por parte del comité, las calificaciones asignadas podrían ser diferentes a la CIM. Los siguientes son ejemplos de cuando esto podría ocurrir.

- Para las transacciones sujetas a un límite de calificación las calificaciones por tramo individual y sus CIM incorporarán dicho límite.
- Para calificaciones nuevas, un comité crediticio podría subir una calificación en particular hasta un nivel por encima o por debajo de la CIM por diferencias de redondeo no materiales.
- Para calificaciones existentes, estas estarán en un rango de entre tres escalones (*notches*) de la CIM (como aclaración, la diferencia ente 'AAAsf' y 'AA+sf' se considera de un *notch*, y la diferencia entre 'AAAsf' y 'AAsf' se considera de tres *notches*); de no ser así, esto se divulgará y se describirá en el comentario de acción de calificación (RAC; *rating action commentary*) como una variación de la metodología.
- Para las calificaciones existentes, cuando el análisis actualizado resulte un una CIM de tres o menos *notches* respecto a la clasificación actual (por ejemplo, la CIM es 'BBBsf' o 'AAsf' y la calificación actual es 'Asf'), la calificación actual se podrá afirmar, bajar o subir a cualquier nivel entre la calificación actual y la CIM en caso de que haya incertidumbre respecto a si la tendencia del desempeño es sostenible o si se espera que la mejora crediticia (CE; *credit enhancement*) aumente por la amortización o liberación de propiedades; lo anterior resultaría en una CIM futura que cumpliera con la calificación actual o cualquier nivel de calificación entre la calificación actual y la CIM [ver sección de "Seguimiento" para más detalles respecto a cambios de calificación].
- Para una CIM por debajo de 'CCCsf', Fitch asignará una calificación de 'CCCsf', 'CCsf' o 'Csf', de acuerdo con las definiciones de calificación de finanzas estructuradas [ver subsección de "Calificaciones en Deterioro" en la sección de "Seguimiento"].

## Fuente de Supuestos y Datos de la Transacción

### Información Solicitada del Emisor

- Descripción general de la transacción y la estructura propuesta.
- Archivo de datos exhaustivos y/o un resumen detallado de los atributos clave de crédito y a nivel de propiedad.
- Materiales descriptivos sobre el colateral y los arrendatarios, descripción de propiedades, mapas, fotografías y datos de mercado relevantes.
- Tres o más años del historial operativo de la propiedad, proyecciones de flujo de efectivo y listado de rentas.
- Valuaciones, revisiones ambientales y de ingeniería, así como revisiones sísmicas, si corresponde, normalmente realizadas dentro de los 12 meses anteriores. Material descriptivo de riesgos potenciales asociados al cambio climático, y posibles regulaciones locales referentes al cambio climático.
- Resumen de los términos y condiciones del crédito subyacente y los documentos del crédito, según se solicite. Los documentos solicitados pueden incluir el acuerdo de crédito, la hipoteca, el contrato de gestión de efectivo, las opiniones legales y los contratos entre acreedores, según aplique.

- Antecedentes sobre la experiencia y los recursos financieros del administrador de la propiedad y el patrocinador del crédito relacionados con los planes de negocio.
- Documentos de transacción, incluidos los contratos de administración de fideicomiso (o contratos de administración y agrupación, si corresponde); documentos de oferta, incluida la descripción de la prioridad de pagos; el contrato de compra o transferencia de crédito hipotecario, incluidas las representaciones y garantías; y las opiniones legales.

La información mencionada, comúnmente, se solicita y se considera en el análisis de flujo de efectivo y las variables de entrada del modelo de Fitch. En algunos casos, Fitch puede solicitar información complementaria basada en la transacción, el crédito, el acreditado, el colateral, el arrendamiento y los atributos específicos de la propiedad. En la medida en que la información sea limitada o insuficiente y no se compense con información substituta o factores atenuantes, Fitch puede aplicar suposiciones más conservadoras, limitar las calificaciones o rechazar el calificar la transacción.

En su análisis de transacciones existentes, Fitch considera la información sobre el desempeño, la cobranza y el colateral enviada por el administrador y el fiduciario.

### Fuentes de Información para Supuestos Clave

Fitch utiliza los datos proporcionados por fuentes múltiples para derivar los supuestos de apalancamiento y los ajustes de flujo de efectivo, datos de entrada principales para el análisis de grandes créditos de Fitch. Las fuentes de datos de cada jurisdicción se proporcionan en los apéndices.

## Determinando el Flujo de Caja Neto de Fitch

Para bienes raíces que producen ingresos, el flujo de efectivo es fundamental para evaluar la capacidad de la propiedad de pagar el servicio de deuda, refinanciar su saldo al momento de su vencimiento y calcular la recuperación o pérdida, en caso de incumplimiento de un crédito hipotecario. Cuando se evalúan las características de incumplimiento y pérdida de los créditos de los CMBS, Fitch considera tanto la cantidad como la durabilidad del flujo de efectivo de la propiedad, incluidos los componentes de ingreso y de gastos.

Para determinar el FEN de Fitch, la agencia revisa el flujo de caja y la información de respaldo, proporcionada por el emisor, la cual normalmente incluye flujos de efectivo históricos, de valoración, presupuestados y proyectados, listados de arrendamiento, así como reportes de terceros y datos de mercado. El análisis del flujo de efectivo de Fitch también se basa en los datos de mercado de terceros.

Comenzando con el flujo de efectivo histórico o suscrito por el emisor, Fitch realiza ajustes por conceptos no recurrentes, por desempeño superior al del mercado, condiciones volátiles del mercado, e ingresos y gastos que se desvían de los niveles de este último o de propiedad sostenibles a largo plazo; además, normaliza los gastos de capital. Por lo general, dichos ajustes se conocen como “recortes” cuando se analiza el efecto general sobre el flujo de efectivo a nivel de propiedad en relación con los resultados históricos o el flujo de efectivo del emisor.

El objetivo del análisis del flujo de efectivo de créditos grandes de Fitch es determinar el ingreso sostenible y los ajustes más comunes se describen a continuación. El FEN de Fitch ajustado se utiliza para determinar la RCSD de Fitch, el valor de propiedad de Fitch, el LTV de Fitch y, ultimadamente, los productos por deuda de escenarios de calificación específicos.

Tras un monitoreo, el FEN de Fitch se actualizará si la agencia considera que los cambios actuales o previstos en el flujo de efectivo, ocupación o gastos son sostenibles; para determinar un FEN de Fitch actualizado, el punto de partida será el flujo de efectivo actual, con ajustes similares a los descritos en esta sección.

### Reconocimiento de Rentas

En el caso de propiedades con arrendamientos a largo plazo, como propiedades de oficinas, industriales y de ventas minoristas, Fitch generalmente reconoce la renta de los contratos vigentes de los arrendatarios en ocupación y que pagan renta. Los pagos por renta superiores al mercado se ajustan a niveles de mercado sostenibles a largo plazo. Esta renta podría ser inferior

al promedio actual del mercado si Fitch espera un deterioro en el desempeño del mismo, más allá de los niveles observados.

Fitch puede dar beneficio total o parcial por el espacio arrendado, pero no ocupado, cuando la certeza de ocupación es alta, como en el caso de una expansión de arrendatarios, así como cuando la estructura/reservas adecuadas están establecidas.

Para la mayoría de los arrendatarios, las consideraciones por incrementos en rentas están limitadas a los aumentos contractuales a corto plazo (generalmente, hasta seis meses) y a rentas de mercado. Fitch puede promediar los pagos por rentas durante el plazo menor del crédito y del contrato de arrendamiento para arrendatarios con grado de inversión u otros arrendatarios con características de ingresos duraderas, mientras que el promedio no supere los niveles de mercado.

En el caso de propiedades con arrendamientos a corto plazo, como las propiedades multifamiliares, o bien, sin arrendamientos, como hoteles, el menor de los últimos 12 meses anteriores o rentas sostenibles, por lo general, apunta hacia los supuestos de ingresos. Además, los ajustes del FEN de Fitch pueden ser mayores para los créditos que se originan durante el pico del ciclo de bienes raíces, ante los originados durante el punto más bajo. Si bien Fitch puede considerar ingresos cuando el desempeño reciente se ha visto afectado de manera significativa (por ejemplo, una desocupación relevante por un arrendatario), los planes de mejora de rendimiento, las proyecciones del acreditado, los ingresos pro forma y los estados anuales generalmente no se incluyen en el FEN de Fitch. Para propiedades cuyo ingreso actual no refleje el valor, los montos recuperables pueden reflejar un enfoque de valor oscuro, tal como se describe en la sección "Consideraciones de Valor Oscuro".

## Renta Variable

Los arrendatarios minoristas suelen pagar renta variable, además de la renta base, cuando llegan a un umbral de ventas establecido, y podrían pagar solo un porcentaje de renta en lugar de la totalidad o una parte de la renta base. Debido a su variabilidad, solo la renta variable con un historial de largo plazo demostrado y que se considere sostenible según las condiciones futuras del mercado esperadas se incluye en el FEN de Fitch.

## Desocupación

Fitch ajusta los ingresos para reflejar la tasa de desocupación estabilizada de forma consistente con los niveles históricos, las proyecciones de los niveles futuros o un supuesto mínimo de entre 5-10%, según el tipo de propiedad. Fitch se enfoca en la desocupación económica que, además del espacio físicamente desocupado, incluye concesiones, ajustes de rentas a niveles de mercado, ajustes de costos de ocupación para propiedades minoristas y gestión de unidades. Las excepciones a los montos mínimos de desocupación incluyen el rendimiento demostrado del submercado o de propiedad a largo plazo, así como el rendimiento para arrendatarios con grado de inversión y arrendamientos a largo plazo.

## Otros Ingresos

Fitch incluye otros ingresos considerados sostenibles y recurrentes, como estacionamiento en propiedades comerciales e ingresos por lavandería. No se reconocerán pagos únicos como penalizaciones por terminación de arrendamiento. Generalmente, se excluyen los ingresos que se consideran no sostenibles, como comisiones por administración o ingresos por participación en una empresa o negocio conjunto.

## Tarifa por Administración

Fitch ajusta las comisiones por administración al nivel más alto entre aquellas de mercado y las contractuales. La comisión por administración típica para los CMBS de Norteamérica representa entre 3% y 6% del ingreso bruto efectivo, con un límite de USD1.25 millones (o el equivalente en dólares canadienses), para créditos de un solo inmueble, si la tarifa de gestión está subordinada a la hipoteca. Los créditos garantizados por propiedades múltiples no están sujetas a un límite.

## Gastos Operativos

Fitch revisa los gastos operativos suscritos por el emisor, así como los márgenes y las tendencias de gastos, para verificar su idoneidad. El FEN de Fitch generalmente refleja las cantidades más

recientes de fin de año o los niveles de los 12 meses anteriores, más 3%, y Fitch normaliza los gastos variables a niveles sostenibles. Para gastos decrecientes, la agencia puede solicitar información de respaldo, como primas de seguro o facturas pagadas. Fitch presta especial atención a los posibles aumentos de gastos, tales como pagos de arrendamiento de terreno, pagos en lugar de impuestos, reevaluaciones y reducciones de impuestos que surjan de las ventas de propiedades.

## Componentes del Capital

### Costos de Arrendamiento

En general, Fitch toma supuestos de mercado respecto a las mejoras de arrendatarios y comisiones de arrendamiento, las cuales se normalizan durante el plazo promedio de arrendamiento. También, Fitch asume mejoras de arrendatarios de oficina de entre 50% y 100% de la renta de un año para un nuevo arrendatario y 50% de ese monto para una renovación. En el caso de las comisiones de arrendamiento, Fitch supone entre 4% y 5% de la renta de un año para un nuevo arrendatario y, generalmente, la mitad de ese monto para una renovación. Las excepciones a estos estándares suelen reflejar la presencia de reservas de arrendamiento inicial, arrendatarios con grado de inversión que cuentan con arrendamientos a largo plazo o estructuras de rentas menores que las del mercado.

### Costos de Reemplazo

La evaluación de antigüedad, calidad e ingeniería de la propiedad son determinantes clave para calcular los costos de reemplazo; Fitch normaliza estos montos de capital a lo largo de su vida útil a costos de mercado supuestos. En Norteamérica, el monto mínimo típico es de USD300 por unidad para una propiedad multifamiliar o de entre USD0.15 y USD0.30 por pie cuadrado de área rentable bruta para propiedades comerciales, junto con 5% de los ingresos para hoteles.

## Cálculo del Producto de Escenario de Calificación Específico

Los productos por deuda representan los montos que se espera que se refinancien o recuperen en los escenarios de calificación específicos. También se acumulan a través de la calificación a la que se hace referencia.

Fitch determina el producto por deuda del escenario de calificación específico según un enfoque de LTV o RCSD. Según el enfoque de LTV, el FEN de Fitch se divide entre la tasa de capitalización de Fitch, multiplicado por el umbral de LTV y dividido entre el factor de amortización (para créditos que amortizan). Bajo un enfoque de RCSD, el FEN de Fitch se divide entre el producto de la constante de Fitch, el umbral de RCSD y el factor de amortización (para préstamos amortizables).

### Cálculo del Producto por Deuda de Escenario de Calificación Específico — Ejemplo

Monto del Crédito (USD)	80,000,000	Constante de Fitch (%)	9.25					
FEN de Fitch (USD)	10,000,000	Tasa de Capitalización de Fitch (%)	8.75					
Factor de Amortización	0.92							
Umbral de RCSD (Veces)	Umbral de LTV (%)	Calificación	Producto por Deuda de RCSD (USD)	Rendimiento de Deuda (%)	Producto por Deuda de LTV (USD)	Rendimiento de Deuda (%)		
AAA	2.05	AAA	45.00	AAA <sub>sf</sub>	57,321,372	17.4	55,900,621	17.9
AA	1.80	AA	52.00	AA <sub>sf</sub>	65,282,674	15.3	64,596,273	15.5
A	1.60	A	59.00	A <sub>sf</sub>	73,443,008	13.6	73,291,925	13.6
BBB	1.45	BBB	67.00	BBB <sub>sf</sub>	80,000,000	12.5	80,000,000	12.5

Nota: Producto de deuda por enfoque en RCSD: FEN de Fitch/Constante de Fitch/Umbral de RCSD/Factor de amortización. Producto de deuda por enfoque en LTV: FEN de Fitch/Tasa de capitalización de Fitch \* Umbral de LTV/Factor de amortización. Rendimiento de deuda: FEN de Fitch/Producto de deuda.

Fuente: Fitch Ratings

## Supuestos de Apalancamiento

Los supuestos de apalancamiento se asignan durante el proceso analítico y de comité. Fitch considera que las características de colateral y la revisión frente a pares similares y cohortes son principalmente por tipo de propiedad.

### **Constantes y Tasas de Capitalización de Fitch**

Debido a la naturaleza sin amortizar por completo de la mayoría de los créditos de CMBS, el acreditado normalmente paga el saldo al vencimiento mediante el refinanciamiento o la venta de la propiedad. Las constantes de Fitch, que reflejan las constantes hipotecarias promedio a largo plazo, buscan reflejar el potencial de reversión de las tasas de interés hacia niveles históricos.

Las tasas de capitalización de Fitch generalmente reflejan las tasas de capitalización promedio a largo plazo; el valor de propiedad de Fitch, comúnmente, es una función del FEN de Fitch y la tasa de capitalización.

Los apéndices del sector detallan las constantes y las tasas de capitalización de Fitch específicas de la jurisdicción y de la propiedad.

### **Umbrales de LTV y RCSD**

Los umbrales son la única variable de escenario de calificación específico en el análisis de créditos grandes. Los supuestos de umbrales, que reflejan evaluación cualitativa y colectiva de las características del colateral, así como atributos del crédito y de la transacción, se discuten más adelante. Los umbrales específicos de la propiedad y la jurisdicción se detallan en los apéndices.

### **Enfoque Analítico**

El análisis de grandes créditos de Fitch comúnmente considera el enfoque de LTV en EE. UU., Canadá y Australia, y ambos enfoques de RCSD y LTV en Latinoamérica; las propiedades estabilizadas se modelan utilizando la RCSD o LTV, mientras que los activos con potencial de crecimiento a futuro se modelan con parámetros de LTV. El potencial de crecimiento a futuro comúnmente proviene de niveles de ocupación inferiores a los del mercado, a raíz de vencimientos de arrendamientos recientes o a corto plazo o rentas vigentes significativamente por debajo de los niveles sostenibles del mercado.

Fitch también considera un LTV calculado con la deuda total calificada, el LTV de mercado de Fitch, el cual se calcula con base en el FEN de Fitch y en una mezcla entre la tasa de capitalización de Fitch y la tasa de capitalización del mercado de aquel momento; la tasa de capitalización del mercado generalmente se basa en el avalúo. Fitch espera que el LTV de mercado de Fitch para tramos calificados por debajo del grado de inversión no exceda 100%.

### **Factor de Amortización**

El factor de amortización ajusta el producto por deuda para reflejar la amortización calendarizada y es una función del pago del capital calendarizado previo al vencimiento y del tipo de propiedad. Para los tipos de propiedad arrendados de manera convencional, el factor de amortización se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Factor de amortización} = \frac{[(\text{Promedio del saldo inicial del crédito y el saldo de pago global al vencimiento}) / \text{Saldo inicial del crédito}]}{1}$$

Debido a que los hoteles y otras empresas operativas tienen un mayor apalancamiento operativo y, potencialmente, una volatilidad mayor del flujo de efectivo, el reconocimiento a la amortización se limita a una ponderación de 75% al saldo inicial del crédito y de 25% al pago global al vencimiento.

Para créditos que amortizan en 50% o más, el crédito a la amortización comúnmente se limita al aplicar un piso de 75% de factor de amortización. Se pueden hacer excepciones para propiedades de un solo arrendatario con arrendamientos a largo plazo firmados con arrendatarios con calificación alta.



## Características del Colateral

Los supuestos de apalancamiento de Fitch varían según el tipo de propiedad y la jurisdicción; los supuestos estándar de Fitch aparecen en los apéndices de este informe. La aplicación de Fitch de estos supuestos refleja una evaluación colectiva de las características del colateral, junto con la estructura de la transacción y del crédito.

El valor de los bienes raíces comerciales refleja convencionalmente el valor presente neto del flujo de efectivo futuro, en el que la cantidad, el tiempo y la durabilidad de los ingresos son consideraciones primordiales. Fitch también evalúa las características del colateral en el contexto de particularidades que impactan la cantidad o durabilidad del ingreso de la propiedad que, además, repercuten directamente en la recuperación y la capacidad de refinanciamiento del crédito y, por lo tanto, en el apalancamiento relativo.

Los supuestos de apalancamiento de Fitch, particularmente las tasas de capitalización y las constantes, reflejan la evaluación de:

- calidad del colateral;
- características de los arrendatarios;
- atributos de patrocinio;
- gestión de las propiedades;
- ubicación y atributos del mercado;
- diversificación geográfica y de tipo de propiedad.

### Calidad del Colateral

Las evaluaciones de calidad de la propiedad incluyen una revisión de las valuaciones de propiedad realizada por parte de terceros, estudios de mercado, informes de ingeniería y estudios medioambientales. Cuando es posible, Fitch realiza visitas en sitio de cada propiedad o sobre una muestra representativa de créditos o propiedades, según corresponda. Después del cierre, Fitch se basa en las evaluaciones originales, además del desempeño financiero y del mercado actualizado, así como en la información actualizada proporcionada por el administrador.

Al asignar calidad de colateral, la agencia considera el diseño, la funcionalidad, la calidad de la construcción, la ubicación y el impacto ambiental y de sustentabilidad. Un diseño exitoso es atractivo y funcional, y posee una calidad atemporal. Las mejoras especializadas se pueden volver obsoletas y, a menudo, es necesario renovar las propiedades. Las propiedades que cuentan con una construcción de calidad alta suelen capturar niveles de renta relativamente más altos, además de que las propiedades con poco o limitado mantenimiento diferido son, por lo general, de menor costo de operación.

Un edificio con una certificación de Liderazgo en Energía y Diseño Ambiental (LEED; Leadership in Energy and Environmental Design) podría alcanzar costos operativos menores al reducir su uso de energía y agua, así como una durabilidad de mayor calidad, dada la mejor calidad del aire en el interior, mayor interés por parte de inquilinos y una mejor imagen. Los edificios con una huella de carbono considerablemente baja y/o certificación LEED podrían reducir sustancialmente las consecuencias negativas de las regulaciones o políticas respecto al cambio climático. Fitch podría asignar tasas de capitalización y/o constantes inferiores para edificios que muestren características ambientales positivas.

Los estudios de ingeniería y ambientales proporcionan evaluaciones de terceros sobre el estado de la propiedad en cuestión y estimaciones de los costos inmediatos y a largo plazo para atender los temas respectivos. Fitch espera que se solucionen los problemas materiales y espera reservas apropiadas para completar el trabajo. De acuerdo con la gravedad de los problemas identificados, Fitch puede elegir limitar las calificaciones o no calificar una transacción.

### Composición Arrendataria

Las consideraciones sobre la composición arrendataria incluyen principalmente la diversidad de los arrendatarios, su calidad crediticia, el plazo remanente del arrendamiento, la distribución de vencimientos, los espacios utilizados por los arrendatarios y las rentas vigentes y el comparativo con el nivel de ocupación de mercado. El análisis de Fitch se basa en una revisión de los registros

de arrendamiento y la información de terceros sobre rentas, ocupación y tendencias de arrendamiento.

### **Patrocinador/Administrador de la Propiedad**

Fitch considera la experiencia del patrocinador y del administrador de propiedad, y evalúa sus capacidades para operar y administrar la propiedad. Fitch espera que la información proporcionada por el emisor y el patrocinador brinde detalles sobre la experiencia con el tipo de propiedad en cuestión y el mercado local, los litigios actuales o pendientes, los recursos financieros relevantes para las obligaciones, la profundidad y amplitud de la organización y problemas operativos similares. Para los patrocinadores que carecen de experiencia en la gestión profesional, la agencia espera que estos contraten a gerentes externos capaces. El FEN de Fitch incluye supuestos de tarifas de gestión suficientes para contratar a proveedores externos.

Para propiedades transitorias, Fitch espera que los emisores y patrocinadores demuestren la eficacia del plan de negocios para estabilizar los activos, ajustar las reservas o la capacidad financiera para volver a invertir en la propiedad según sea necesario, y evidenciar la experiencia del patrocinador o gerente con la implementación de planes similares para propiedades similares en el mercado.

### **Ubicación y Mercado**

Los supuestos de apalancamiento también reflejan la opinión de Fitch sobre la fortaleza y estabilidad del submercado, el mercado principal y la ubicación y posicionamiento de la propiedad dentro del mercado. Fitch evalúa principalmente los atributos del mercado a través de datos de terceros, incluidos estudios de mercado, rentas y ocupación, información demográfica, información de absorción de arrendamiento y de construcción, así como análisis competitivo de propiedades. La agencia puede solicitar y considerar otra información para evaluar los riesgos crediticios específicos de la propiedad en cuestión.

Otros atributos de ubicación que se consideran incluyen la entrada y salida, la visibilidad de la propiedad y señalamientos, el acceso a vías principales, el transporte público, comercio minorista y otros factores de impulso de demanda. Fitch evalúa estas características, principalmente a través de inspecciones en el sitio y revisiones documentales.

## **Estructura de Transacción y del Crédito**

La presencia y la fortaleza relativa de la mayoría de las características estructurales también influyen en la selección de supuestos de apalancamiento de Fitch; estas características estructurales se evalúan en conjunto y las más comunes en las bursatilizaciones de créditos grandes se enumeran a continuación. En la medida en que la estructura sea limitada, insuficiente o no compense con factores atenuantes, Fitch puede aplicar supuestos más conservadores, limitar la calificación máxima alcanzable o rechazar calificar la transacción.

Algunas transacciones de créditos grandes de un solo acreditado son de “emisión directa”, en lugar de depositar un crédito a un fideicomiso, el emisor simplemente emite la deuda asegurada por el colateral de bienes raíces. La presencia de transacciones de emisión directa limita la distinción entre las características estructurales de transacciones y créditos.

Ciertos elementos estructurales, como la administración y la liquidez, se refieren solo a la transacción. Si bien también considera la presencia y la fortaleza relativa de estas características, en ausencia de características estructurales de transacciones adecuadas, Fitch podría limitar las calificaciones.

### **Estructura del Crédito**

#### ***Constitución de Derechos sobre el Colateral***

El colateral de los créditos de CMBS o bursatilizaciones se respalda, de modo convencional, mediante hipotecas o escrituras de fideicomiso; en ciertas transacciones, como carteles publicitarios, el activo que produce ingresos se considera propiedad privada y se garantiza a través de los estados financieros del CCU.

De manera ocasional, la deuda de CMBS se asegura aún más por el capital del patrocinador en el acreditado, el cual y es más común con grandes carteras de propiedades. Hacer cumplir una

garantía patrimonial puede ser más eficiente, lo que permite que el acreedor controle al acreditado, en lugar de ejecutar cada propiedad. Sin embargo, en ausencia del perfeccionamiento de la constitución de derechos sobre el colateral en la propiedad, la deuda contraída posteriormente con gravámenes prioritarios disminuirá el capital del acreditado, lo que creará incertidumbre en el análisis de recuperación de Fitch.

### ***Gestión de Efectivo***

Las cuentas de depósito seguro y aquellas destinadas al cobro centralizado aseguran que los flujos de efectivo de la propiedad se dirijan de acuerdo al contrato de gestión de efectivo y de fideicomiso. Con una cuenta de depósito seguro, los arrendatarios envían la renta directamente a una cuenta que mantiene el administrador para el beneficio de los tenedores de valores, en lugar de enviarlos al acreditado o sus patrocinadores. Con la administración de efectivo, las tasas de gestión y fideicomiso, los depósitos en reserva de impuestos y seguros, los pagos de capital e intereses y las reservas necesarios se pagan antes de que el emisor reciba el flujo de efectivo residual; el manejo de efectivo puede realizarse durante la vigencia del crédito o se inicia en caso de un detonante por desempeño. Por lo general, la gestión de efectivo se limita a los créditos que tienen cuentas de depósito seguro.

### ***Liberación de la Propiedad***

En relación con la liberación de una o más propiedades en un crédito de propiedades múltiples, los emisores pagan un monto que, comúnmente, es igual al mayor de 115% del monto de la nota asignada o un monto que dará como resultado que el RCSD posterior a la liberación sea igual o mayor que el mayor del RCSD antes de la liberación y en el momento del origen. La prima de liberación mitiga el posible impacto de la selección adversa, ya que disminuye el nivel de apalancamiento del crédito.

### ***Reemplazo de Administración***

Después de un cambio sustancial en el rendimiento de la propiedad, el administrador tiene el derecho, más no la obligación, de terminar y reemplazar al gerente de la propiedad. Si la administración es, de hecho, ineficiente, la instalación de un nuevo gerente de propiedad puede ayudar a evitar un incumplimiento de la hipoteca.

### ***Reservas de Capital***

Las reservas fondeadas anticipadamente y de forma continua son comunes para eventos esperados y posibles. Las reservas de arrendamiento están estructuradas para pagar los costos de arrendamientos continuos o periódicos, o para abordar el posible período de inactividad entre arrendamientos. Las conclusiones de las revisiones medioambientales y de ingeniería cuantifican los costos de capital esperados, tanto iniciales como continuos.

### ***Reserva de Servicio de Deuda***

Una reserva de servicio de deuda, o una trampa de efectivo basada en los niveles de RCSD, mitiga los déficits inesperados en el flujo de efectivo relativo al servicio de la deuda. En caso de eventos detonantes, como una disminución significativa de la cobertura del servicio de la deuda, el exceso de efectivo queda capturado y el emisor no recibe el flujo de caja residual hasta que el RCSD haya regresado a un nivel predeterminado, generalmente durante dos trimestres consecutivos. Si el RCSD continúa en descenso, los detonantes de amortización temprana aplican los montos previamente capturados y excesos de efectivo futuro para amortizar la transacción. Por lo tanto, la captura de efectivo serviría como un sistema de advertencia temprana y mitigaría el riesgo de que el emisor los desviara.

### ***Cobertura del Seguro***

Los acreditados mantienen, entre otros, los siguientes tipos de cobertura de seguros, sujetos a los estándares descritos en las representaciones y garantías del modelo del Consejo Financiero de Bienes Raíces Comerciales (CREFC ; Commercial Real Estate Finance Council):

- cobertura general especial (“riesgo completo”)
- responsabilidad comercial general;
- responsabilidad civil o de obligaciones excedentes;
- seguro de interrupción de negocio o actividad;

- seguro contra el terrorismo; y
- seguro contra inundaciones, huracanes y terremotos, si el sitio se encuentra en las zonas designadas.

Cualquier falta de cobertura se mitiga mediante los seguros obligatorios requeridos por los administradores, los cuales están contingentemente disponibles, de acuerdo con las pólizas generales. Por lo general, el seguro de títulos de propiedad también está vigente, lo que protege contra pérdidas ocasionadas por defectos en el título de la misma. Entre otros requisitos de los documentos de transacción, Fitch espera que las compañías operativas de seguros tengan una calificación de fortaleza financiera de la aseguradora (FFA) de BBB o F2, cuando la categoría del tramo con calificación superior es Asf o mayor. Fitch espera que las calificaciones de FFA sean de Fitch, S&P o Moody's. Cuando los seguros sindicados sean concentrados, Fitch podría esperar calificaciones de FFA más altas, dependiendo del caso. Las coberturas de seguros que no cumplan con estos criterios se evaluarán según el producto calificado, dependiendo del caso. El fiduciario normalmente se denomina como un asegurado adicional para cada póliza.

### **Propiedades en Arriendo**

Para los créditos respaldados con intereses del acreditado en propiedades arrendadas, la protección de los acreedores incluye una cuenta de depósito seguro para los pagos de arrendamiento de terreno, aviso ante incumplimiento y derechos para subsanar, y términos de arrendamiento considerablemente más largos que el crédito. Normalmente, Fitch revisará el gasto promedio de arrendamiento del terreno durante el período del crédito más cinco años, cuando se determinen los gastos por renta del terreno.

### **Transferibilidad / Disposiciones de Supuestos / Acuerdos entre Acreedores**

Los grandes créditos suelen ser "pagaderos ante un evento de venta" o tienen limitaciones y estándares para abordar el impacto crediticio de posibles transferencias de propiedad o supuestos de créditos. Las disposiciones de transferencia, suposición y entre acreedores explican los derechos, responsabilidades y recursos del acreedor y del acreditado original y subsecuentes. Fitch considera la posibilidad de degradación del crédito en situaciones adversas y las protecciones estructurales de estas disposiciones.

### **Disposición de Recursos**

Los créditos grandes generalmente no permiten el recurso legal al acreditado y prestamista con excepciones específicas de cuando apliquen los recursos legales. A veces se hace referencia a estas excepciones como "excepciones malas" y permiten al acreditado buscar recursos legales más allá de la propiedad. Fitch espera que, como mínimo, los documentos contengan disposiciones por excepciones consistentes con el lenguaje incluido en la representación estándar del CREFC en relación con los recursos legales. La disposición por excepciones incluye casos de bancarrota, fraude, apropiación indebida y despilfarro.

## **Estructura de Transacción**

### **Liquidez**

Los avances de pago por parte del administrador u otras características de liquidez ofrecen un pago oportuno de intereses en caso de incumplimiento de pago. Se espera que los administradores o las entidades de respaldo que proporcionan liquidez, tales como el fideicomisario, cumplan con la "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos" de Fitch.

Las transacciones en Latinoamérica no se basan en avances de la administración y, por lo tanto, las protecciones para liquidez son una característica importante incorporada en la estructura. Las características de liquidez incluyen reservas para el pago de intereses, así como calendarios flexibles de amortización en los que se pueda aplazar el capital. El mercado brasileño es único respecto a que tanto el capital como los intereses se pueden aplazar en la mayoría de las transacciones. El límite de calificación de Brasil está por debajo de la categoría A, como se establece en la "Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas", con respecto a los aplazamientos.

### Administración Primaria

Las transacciones de los CMBS dependen de un servicio de administración primaria competente en el período de la transacción. En Norteamérica, el nivel de competencia de administradores se evalúa a través de un proceso de revisión estandarizado y el riesgo de discontinuidad se mitiga mediante la profundidad del mercado de administradores y disposiciones estándar para reemplazar al administrador en los documentos de la transacción.

Se espera que los administradores maestros y especiales tengan experiencia con el tipo de propiedad específico y demuestren competencia en la capacidad de administración general. Si Fitch no ha revisado previamente a un administrador maestro o especial, el administrador puede considerarse aceptable luego de un análisis realizado por representantes de riesgo operativo del equipo de CMBS de Fitch. En Latinoamérica, las revisiones de los administradores se realizan por representantes del riesgo operativo o por los analistas locales de finanzas estructuradas. Dicho análisis examinará al administrador en relación con los principios destacados en la metodología de calificación de administradores de hipotecas comerciales de Fitch. [Para más información, consulte la metodología "Criteria for Rating North American Commercial Mortgage Servicers", disponible en el sitio web [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

En Norteamérica, la profundidad del mercado de administración primaria se considera sólida, incluidos los aproximadamente 40 administradores evaluados cada año por Fitch. El riesgo de la discontinuidad de la administración también se mitiga mediante un lenguaje de transacción estándar, el cual incluye disposiciones claras para la compensación, la terminación y el reemplazo del administrador, así como la obligación del fideicomisario de cumplir con las responsabilidades del administrador, luego de un incumplimiento del administrador hasta que se contrate un administrador de reemplazo. Estas obligaciones incluyen, entre otras, el avance de los gastos de protección de la propiedad, capital e intereses.

Si bien las funciones se definen en los documentos de la transacción, los mercados de administradores no son tan desarrollados en Latinoamérica. Las calificaciones de las transacciones de los CMBS en Latinoamérica están sujetas a límites de calificación, que buscan atender la variedad de riesgos, incluyendo el riesgo del país y la profundidad del mercado de bursatilización.

### Fecha de Vencimiento Final Calificada y Riesgo de Cola

Cuando se permite un lapso de cinco años entre la fecha de vencimiento del crédito y la fecha de vencimiento final calificada de los bonos, la "cola" otorga al administrador el tiempo razonable para resolver o extender el o los créditos, así como el tiempo suficiente para la ejecución hipotecaria y liquidación, suponiendo que los administradores no puedan extender los créditos en los últimos dos años del período final. Para los tramos, como ciertos bonos de solo interés, en las que no hay flujo de efectivo que deba pagarse después de una fecha predefinida, la "cola" no es necesaria.

### Ajustes a Supuestos de Apalancamiento

Dada la naturaleza idiosincrásica de los bienes raíces comerciales, ciertos atributos pueden afectar de manera positiva y negativa los supuestos de recuperación y refinanciamiento y Fitch considera estos atributos mediante el ajuste de sus tasas de capitalización, constantes y umbrales. Fitch también considera los ajustes en la revisión de pares y cohortes, principalmente por tipo de propiedad.

La tasa de capitalización y constantes de Fitch se orientan por los estándares de Fitch según el tipo de la propiedad, como se muestra en los apéndices A, B y C específicos por jurisdicción [para Norteamérica, favor de referirse a la tabla de "Tasa de Capitalización y Constantes de Fitch" en el Apéndice A]. La tasa de capitalización y constantes de Fitch para un préstamo en específico generalmente estarán entre los 200 puntos base (pb) del estándar. Fitch aplicará tasas de capitalización y/o constantes por encima o por debajo del estándar para activos con características, positivas o negativas, en relación con la norma; las características que garantizarían tasas de capitalización o constantes distintas al estándar incluyen propiedades con calidad de construcción superior o inferior, así como con calidad de arrendatario, de relleno, ubicaciones establecidas frente a otras menos establecidas, ubicaciones secundarias y terciarias y

flujos de efectivo estables históricamente frente a flujos de efectivo sin comprobar, entre otras cualidades crediticias.

Por ejemplo, las propiedades de las oficinas con certificación verde, como la LEED, podrían recibir tasas de capitalización y constantes de Fitch por debajo del estándar, dado que estas propiedades podrían atraer arrendatarios más fuertes a mayores precios de renta, lograr costos operativos más bajos y ser menos susceptibles al impacto de regulaciones o políticas en relación con el cambio climático.

Ante características de colateral excepcionalmente fuertes o débiles, Fitch podría ajustar sus tasas de capitalización y constantes de Fitch en más de 200 pb. Por ejemplo, una propiedad “trofeo” de alta calidad en un mercado inmobiliario dominante tiene expectativas de certidumbre de recuperación y podría recibir tasas de capitalización y constantes de más de 200 pb por debajo del estándar. En contraste, las propiedades con características que difieren materialmente del tipo de propiedad común, tipos de propiedad en mercados terciarios, aquellas con una dependencia mayor de ingresos operativos y propiedades de uso especial, carecen de certidumbre respecto a la recuperación, en particular bajo escenarios de estrés, y podrían recibir tasas de capitalización y constantes de más de 200 pb por encima del estándar.

Fitch podría ajustar la tasa de capitalización de Fitch, a fin de mantener un colchón de hasta 200 pb sobre la tasa de capitalización actual del préstamo.

### Ajustes a Umbrales

La presencia de otras características de crédito, tales como apalancamiento, riesgo de tasa de interés y diversidad en la propiedad, se refleja en los ajustes a los umbrales.

### Apalancamiento Total

Los ajustes por un apalancamiento inferior aplican en cada nivel de calificación, cuando los niveles de deuda total no rebasan la categoría BBBsf, incluyendo la deuda que no se considera para la calificación. El ajuste típico en cada categoría de calificación para créditos con menor apalancamiento se muestra en la tabla siguiente, “Créditos con Nivel Menor de Apalancamiento”.

### Créditos con Nivel Menor de Apalancamiento

Nivel inferior de Deuda <sup>a</sup>	Ajuste a RCSD (pb)	Ajuste a LTV (%)
AAsf	(5)	2.50
Asf	(5)	2.50
BBB-sf	0	0.00

pb – Puntos base. Nota: Sin ajuste adicional a los préstamos de AAAsf.

Fuente: Fitch Ratings

### Créditos con Nivel Mayor de Apalancamiento

Piso de Deuda <sup>a</sup>	Ajuste a RCSD (pb)		Ajuste a LTV (%)	
	Deuda Hipotecaria <sup>b</sup>	Deuda Mezzanine	Deuda Hipotecaria <sup>b</sup>	Deuda Mezzanine
BBsf	5 - 10	2.5 - 5.0	(2.5) - (5.0)	(1.25) - (2.50)
Bsf o inferior	10 o superior	5 o superior	(5.0) o superior	(2.5) o superior

<sup>a</sup> El piso de deuda representa la calificación correspondiente al último dólar del producto por deuda modelado antes de cualquier ajuste de apalancamiento. <sup>b</sup> La deuda hipotecaria incluye la deuda total respaldada por la propiedad (es decir, cualquier nota de tramo B o participación reciente celebrada dentro o fuera del fideicomiso). pb – Puntos base.

Fuente: Fitch Ratings

A excepción de lo señalado más adelante, los ajustes para un apalancamiento mayor se aplican en cada nivel de calificación cuando la deuda total (piso de deuda), incluyendo la deuda subordinada, excede el producto de deuda de la categoría ‘BBB-sf’ de Fitch. El monto del ajuste difiere acorde a si la deuda total está respaldada por la propiedad (deuda hipotecaria en la tabla superior) o por participación del capital del acreditado (deuda mezzanine); cuando ambos tipos de deuda subordinada están por debajo de ‘BBB-sf’, Fitch aplica los ajustes de deuda

hipotecaria. Los ajustes típicos en cada categoría de calificación para créditos con mayor apalancamiento se muestran en la tabla “Créditos con Nivel Mayor de Apalancamiento”.

En algunos casos, incluso cuando el nivel de la deuda total exceda significativamente ‘B–sf’, otros factores podrían considerarse al determinar si aplica o no el ajuste a los umbrales de las categorías ‘BBsf’ y ‘Bsf’. Ejemplos de otros factores incluyen el nivel de deuda por pie cuadrado relativo al del mercado y el potencial al alza de los contratos activos por debajo del mercado.

Para los ajustes del umbral de RCSD, las referencias a puntos base (pb) significan 1/100; por ejemplo, un ajuste negativo de 5 pb a un umbral de 1.30x significa 1.25x.

### **Riesgo de Tasa de Interés**

Los contratos de cobertura que limitan la tasa de interés se usan convencionalmente para mitigar el riesgo de una tasa flotante y ajustable en los grandes créditos de CMBS. En la medida en que un crédito grande esté expuesto a tasas flotantes o ajustables que no estén limitadas o mitigadas, o la tasa efectiva del crédito exceda la constante de Fitch, los umbrales de RCSD por escenario de calificación se ajustarían hacia arriba en 5 pb y los umbrales de LTV hacia abajo en 2.5%. Si el techo de la tasa de interés fijada a través de un límite está por debajo de la constante de Fitch, pero se considera que no está acorde, los ajustes de los umbrales de RCSD y LTV serían de 2.5 pb al alza y de 1.25% hacia abajo, respectivamente. Se considera que el techo no está acorde si el proveedor de la cobertura no contara con una calificación de BBB o F2 o superior cuando el tramo con la mayor calificación se encontrase en la categoría de Asf o mayor, si el plazo de la cobertura no coincide con el plazo del crédito, o bien, el acreditado no está obligado contractualmente a renovar la extensión de la cobertura.

Los préstamos a tasa fija con tasas de interés bajas exponen a la transacción a un riesgo de tasa de interés menor en el caso de anticipos del administrador durante la liquidación del préstamo. Los préstamos a tasa fija con cupones de 3% o menos podrían recibir un ajuste al alza del umbral de LTV de hasta 5%; aquellos con cupones mayores de 7% no tendrán un ajuste. La perspectiva analítica de la calidad del colateral y durabilidad del flujo de efectivo se considerará en la aplicación de estos ajustes a los umbrales, incluyendo el tratamiento interpolado potencial para casos de cupones entre 3% y 7%.

### **Diversificación y Calidad de la Propiedad**

Para reconocer el beneficio de múltiples fuentes de ingresos, Fitch considera umbrales menores de RCSD y eleva los umbrales de LTV para créditos respaldados por varias propiedades. Fitch puede ajustar los umbrales de RCSD y LTV hasta 10 pb y 5%, respectivamente, para créditos respaldados por hasta 25 propiedades. Para créditos con una diversificación mayor, Fitch puede ajustar los umbrales de RCSD y LTV hasta 25 pb y 12.5%, respectivamente.

Antes de ajustar por diversificación de propiedad, Fitch considera concentraciones tales como geográficas o por arrendatario. Una exposición a solo uno o dos mercados o a un número bajo de arrendatarios o concentraciones en mercados con exposición a desastres naturales, como terremotos o inundaciones, podría limitar los beneficios por diversificación.

Para reconocer el beneficio de un perfil colateral de alta calidad, como se describe en la subsección de Calidad del Colateral, Fitch podría ajustar los umbrales de RCSD y LTV por calidad de la propiedad hasta 25 pb y 12.5%, respectivamente.

Los ajustes de los umbrales tanto de diversificación como de calidad de la propiedad se hacen en cada nivel de calificación.

Las propiedades “trofeo”, de alta calidad, en los mercados de bienes raíces dominantes, podrían recibir un ajuste adicional de calidad de la propiedad en la calificación AAAsf, a fin de reflejar la posición superior del activo.

El agregado de los ajustes al punto de inicio de los umbrales para el apalancamiento total, el riesgo de la tasa de interés, la diversificación y calidad de la propiedad no excederán 40 pb (RCSD) y 20% (LTV), exclusivo de cualquier ajuste adicional de calidad de la propiedad en la calificación de AAAsf.

## Consideraciones de Valor Oscuro

El análisis de créditos grandes de Fitch está altamente orientado al flujo de efectivo: los productos por deuda calificados suelen reflejar un enfoque de RCSD o un valor basado en un enfoque de capitalización de ingresos (enfoque LTV). Sin embargo, en circunstancias limitadas, únicamente el ingreso actual puede subestimar o sobrestimar sustancialmente el valor de recuperación; en estos casos, se realiza un análisis de valor oscuro como sensibilidad.

El valor oscuro que asigna Fitch representa el valor estabilizado por Fitch, menos los costos por mantener la posición propietaria, por arrendamiento y por estabilización de la propiedad, restando también la utilidad del desarrollador. El monto de recuperación para este análisis de sensibilidad se refiere al valor oscuro ajustado hacia arriba por reservas disponibles, de haberlo, para compensar los costos por mantener la posición propietaria, así como de arrendamiento y estabilización de la propiedad.

### Arrendatario Único

Para créditos que representan aproximadamente 2% o más de una agrupación de créditos respaldados por propiedades con exposición significativa a un solo arrendatario (arrendatario que por sí solo representa 75% o más área rentable o los ingresos), el producto por deuda de grado de inversión puede limitarse por un análisis del valor oscuro. En estos casos, Fitch asume el incumplimiento del arrendatario, seguido del rearrendamiento a niveles de mercado.

En el análisis de valor oscuro, por lo general, Fitch asume un monto recuperable bajo un estrés con grado de inversión. Los productos de la deuda acumulados normalmente están limitados en el grado de inversión (restricción por calificación) según el valor de recuperación. Cuando el monto de recuperación es inferior al producto por deuda del crédito, este normalmente se limita a un nivel de BBB-sf o superior. La limitante de calificación puede ser mayor que BBB-sf en determinadas circunstancias, como en el caso de los arrendatarios que poseen una calificación mayor que BBB-. No se aplican limitantes si el monto de recuperación es mayor que el producto de la deuda acumulado al nivel de la restricción de calificación. En el ejemplo inferior, el monto recuperable en el escenario de estrés de 'BBBsf' es de USD90 millones, lo cual es menor al monto del préstamo [ver tabla inferior].

### Restricción de Valor Oscuro para Arrendatario Único—Ejemplo Oficina-Urbano

Monto del Crédito (USD)	99,995,000	Valor Oscuro (USD)	85,000,000
FEN de Fitch (USD)	10,000,000	Reservas (USD)	5,000,000
Factor de Amortización (%)	9154	Monto Recuperable (USD)	90,000,000
Constante de Fitch (%)	8.25	Limitante de Calificación	BBB-sf
		FEN de Fitch Ajustado (USD)	9,375,488

Umbral de LTV (x)	Fondo Acumulado de LTV (USD)	Rendimiento de Deuda (%)	Productos por Deuda Renstringidos por Valor Oscuro (USD) <sup>a</sup>	Rendimiento de Deuda de Valor Oscuro (%)	
AAA	45.5%	60,246,369	16.6 AAA	56,483,913	17.7
AA	52.5%	69,515,041	14.4 AA	65,173,746	15.3
A	59.5%	78,783,714	12.7 A	73,863,579	13.5
BBB	67.5%	89,376,482	11.2 BBB	83,794,816	11.9
BBB-	72.5%	95,995,000	10.4 BBB-	90,000,000	11.1
BB	n.a.	n.a.	n.a. BB	95,995,000	10.4

<sup>a</sup> El monto de valor oscuro/recuperable se usa para determinar el FEN ajustado. Este último se usa para calcular los productos por deuda acumulados restringidos por valor oscuro en cada nivel de calificación. n.a. - No aplica. Nota: FEN ajustado (USD) = Cantidad recuperable/Umbral de LTV en 'BBB-sf' \* Tasa de capitalización de Fitch (%) \* Factor de amortización. Rendimiento de deuda (%) = FEN/Productos por deuda acumulados.

Fuente: Fitch Ratings

El producto por deuda a un nivel igual o superior al de la restricción de calificación se limita mediante el ajuste del FEN de Fitch, en un monto que limita el producto por deuda en el nivel de calificación que, a la vez, restringe al valor de recuperación.



En el ejemplo, con el uso del monto de recuperación de USD90,000,000, dividido entre el umbral de LTV en 'BBB-sf' de 72.5%, multiplicado por la tasa de capitalización de Fitch de 8.25%, y multiplicado por el factor de amortización de 91.54%, el FEN ajustado es de aproximadamente USD9.375 millones, lo que reduce el producto por deuda de todos los tramos iguales, y el tramo con calificación más baja se convierte en 'BB'.

### Activos en Transición

Para un activo cuyo ingreso actual no refleja su valor, Fitch puede utilizar una alternativa al enfoque de capitalización de ingresos mediante el uso de las tasas de capitalización y el FEN de Fitch, si este último subestima significativamente el valor de recuperación. Por lo general, dichas propiedades se encuentran en un estado de transición en el que se espera que la mejora o el reposicionamiento previstos de la propiedad tengan un nivel de flujo de efectivo sostenible significativamente más alto dentro de un relativo período corto o debido a una reciente salida de un arrendatario, ocasionando un decremento en la ocupación e ingresos por rentas por debajo de niveles de mercado. Para evaluar estas propiedades, la agencia puede continuar dependiendo de un análisis de valor oscuro mediante el uso de las proyecciones de Fitch, a menudo en conjunto con otros métodos de valuación, como ventas comparables, valor tasado y precio de compra reciente.

## Análisis de Agrupación en Operaciones de Agrupaciones de Créditos Grandes

### Ajustes ante la Diversificación de Créditos/Beneficio de Agrupación

Para los préstamos que contribuyen a las operaciones de agrupaciones de créditos grandes, Fitch desarrolla primero un análisis individual. El beneficio de agrupación se aplica para reflejar la mayor diversidad provista por otros créditos dentro de la agrupación. El beneficio de agrupación se hace a través de un aumento al umbral de LTV individual. El primer paso para determinar el beneficio de agrupación es definir el complemento del umbral de agrupación de 'AAAsf' con base en el porcentaje del crédito en la agrupación. El segundo paso es interpolar de manera lineal el umbral de LTV de agrupación de 'AAAsf' a través de los escenarios de calificación a medida que no haya beneficio de agrupación que aplique para el umbral de agrupación de 'BBB-sf'. El tercer paso, llevado a cabo fuera del modelo, es el de limitar el beneficio de agrupamiento para cada préstamo a fin de que la calificación correspondiente al producto por deuda agrupado más subordinado no sea mayor que aquella correspondiente al producto más subordinado individual. Este ajuste mitiga el riesgo potencial de migración de calificación que pudiera resultar de una selección adversa cuando queden menos préstamos.

Para los créditos que representan 5% o menos de la agrupación, el complemento del umbral de agrupación de 'AAAsf' es de 15% (el umbral de LTV de agrupación de 'AAAsf' es igual que el umbral de LTV individual de 'AAAsf' más 15%); el complemento del umbral de agrupación de 'AAAsf' para los préstamos que representan 25% o más de la agrupación es de 0% (sin beneficio de agrupación). El complemento del umbral de LTV de agrupación de 'AAAsf' está interpolado de manera lineal entre 15% y 0%, a medida que el porcentaje del préstamo de la agrupación se mueve de 5% a 25%. Existe un mínimo de 5% entre el umbral de LTV de agrupación de 'AAAsf' y el umbral de LTV de agrupación de 'BBB-sf'. Dado que no aplica ningún beneficio de agrupación para 'BBB-sf', el umbral de LTV individual de 'BBB-sf' es el mismo que para el umbral de LTV de agrupación de 'BBB-sf'.

Los criterios para beneficios de agrupación para los préstamos que contribuyen con las operaciones de fusión de créditos de múltiples acreditados se describen en la metodología de "U.S. and Canadian Multiborrower CMBS Rating Criteria".

### Ejemplo de Beneficio de Agrupación para Préstamos que Contribuyen con Operaciones de Agrupación de Créditos Grandes

(%)	Ejemplo 1	Ejemplo 2	Ejemplo 3	Ejemplo 4
Porcentaje de Agrupación	5.0	16.7	25.0	53.3
Umbral de LTV Individual de AAAsf	45.5	45.5	45.5	45.5
Umbral de LTV Individual de BBB-sf	72.5	72.5	72.5	72.5
Complemento de Umbral de LTV de AAAsf	15.0	6.3	0.0	0.0
Complemento de Umbral de LTV de BBB-sf	0.0	0.0	0.0	0.0
Umbral de LTV de Agrupación AAAsf	60.5	51.8	45.5	45.5
Umbral de LTV de Agrupación BBB-sf	72.5	72.5	72.5	72.5

Nota: El complemento de umbral de LTV de 'AAA sf' está interpolado de forma lineal entre 15% y 0%, a medida que el porcentaje del crédito de la agrupación se mueve de 5% a 25%. Los umbrales de agrupación de LTV para escenarios de calificación entre 'AAA sf' y 'BBB-sf' están interpolados de manera lineal.

Fuente: Fitch Ratings

### Ajustes para Riesgo de Evento/Agrupación Negativa

Los beneficios por diversificación se compensan por la mayor probabilidad de riesgo de idiosincrasia en un escenario correspondiente a una calificación baja. Por lo tanto, se incorpora una medida de agrupación negativa en el análisis de Fitch para capturar la mayor probabilidad de incumplimiento de un bono en un entorno con menos estrés respaldado por varios créditos subyacentes, en comparación con un bono individual calificado en el mismo nivel y respaldado por un crédito. Esta mayor probabilidad de incumplimiento surge a raíz de riesgos por eventos inesperados dentro de un grupo de créditos y solo se identifica en grupos de créditos múltiples. Este riesgo se mitiga en una transacción asegurada por un crédito de propiedades múltiples a través del colateral cruzado.

Fitch realiza una prueba de cartera determinística para reflejar el riesgo de agrupación negativa. En la medida en que se agrupan más créditos, los tenedores de bonos se exponen cada vez más al riesgo de que el desempeño de cualquier crédito se desvíe de las proyecciones. Si bien se espera que las supuestas desviaciones puedan apuntar a cualquier dirección, para los inversionistas de la deuda que absorben las primeras pérdidas, las pérdidas registradas en un crédito no pueden ser compensadas mediante mayores recuperaciones en otros.

En consecuencia, el tenedor de bonos más subordinados podría sufrir una pérdida si tan solo un crédito se desempeña por debajo de lo esperado. Esto restringirá la calificación del bono afectado si no se mitiga con una CE adicional. En particular, con tramos *junior* delgados, este riesgo también podría afectar a inversionistas superiores; por lo tanto, Fitch prueba las posiciones tanto del primer como del segundo riesgo de pérdida.

### Número de Créditos Considerados en Incumplimiento

Escenario de Calificación	Contabilización de Créditos Agrupados																			
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
AAA	—	—	—	—	—	—	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2
AA	—	—	—	—	—	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
A	—	—	—	—	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
BBB	—	—	—	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3
BB	—	—	—	1	1	1	1	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4
B	—	—	1	1	1	2	2	2	3	3	3	4	4	4	5	5	5	5	6	6

Fuente: Fitch Ratings

La prueba toma como punto de partida las calificaciones de créditos implícitas indicadas por el análisis de activos y las compara con la estructura de capital propuesta. Empezando con la calificación objetivo más baja en la estructura de capital propuesta, Fitch identifica los créditos que contribuyen a este tramo y supone que un subgrupo de créditos incumple en la categoría de

calificación más baja. Este subgrupo es una función del número de créditos y la calificación objetivo, tal como se muestra en la tabla anterior “Número de Créditos Considerados en Incumplimiento”. Por ejemplo, para asignar una calificación de ‘AAAsf’ a un grupo de 10 préstamos bajo un escenario de calificación de ‘AAA’, se asume que uno de los préstamos caerá en incumplimiento. Para un grupo de 10 préstamos bajo un escenario de calificación de ‘B’, Fitch supondría que tres créditos incumplen, para asignar una calificación de ‘Bsf’. La prueba se repite en la siguiente categoría de calificación más alta.

La elección de qué créditos se asumen en incumplimiento se determina según el crédito de tamaño medio, debido a que el propósito de esta prueba no es enfatizar la concentración de créditos, sino más bien, el riesgo de evento. Por lo tanto, si hay un crédito de incumplimiento, será la media. Si hay dos, será la media más el siguiente de mayor tamaño; si hay tres, será la media más el siguiente más grande y el siguiente más pequeño, y así sucesivamente.

La pérdida resultante se basa en una pérdida ante incumplimiento asumida en 10%; esto refleja una disminución del valor de mercado que es 10% mayor que la que supone el análisis de activos para el crédito en cuestión. Para lograr el objetivo de calificación, esta pérdida tendría que estar cubierta por el bono, la cual podría tener la forma de bonos de calificación más baja. Para un número relativamente reducido de créditos, la CE puede calificarse como una calificación inferior al objetivo. Si el número de créditos es particularmente alto, es posible que se requiera una CE adicional a una calificación aún más baja, lo que reflejaría una mayor exposición al riesgo idiosincrásico. Ante la ausencia de CE, las calificaciones de CMBS afectadas estarían limitadas según los resultados de esta prueba determinista. Volviendo al primer ejemplo, un CMBS de un solo tramo garantizado por 10 préstamos bajo un escenario de calificación de ‘AAA’ no podría ser calificado por encima de ‘AAAsf’.

En la tabla siguiente, se muestra el tramo del crédito para un portafolio hipotético de seis créditos.

### Ejemplo Hipotético de Tramo de Créditos

(USD millones)

Producto por Escenario de Calificación	Crédito 1	Crédito 2	Crédito 3	Crédito 4	Crédito 5	Crédito 6
AAA	120	100	50	35	25	20
AA	20	20	10	10	10	10
A	20	10	10	5	5	5
BBB-	10	10	10	5	5	5
Total	170	140	80	55	45	40

Fuente: Fitch Ratings

Dado que todos los créditos en el ejemplo hipotético contribuyen a los dos escenarios de calificación más bajas (‘A’ y ‘BBB-’) Fitch aplica un ajuste de agrupación negativa. La tasa de incumplimiento de la cartera de seis préstamos bajo un escenario de calificación de ‘BBB’ o inferior es uno. Fitch selecciona la mediana de los créditos (crédito 3) y aplica una severidad de pérdida de 10%, lo que da como resultado una subordinación en ‘BBsf’ de USD8 millones.

En la tabla siguiente “Ejemplo Hipotético de Calificaciones Finales”, se muestra la estructura hipotética del capital con y sin el ajuste de agrupación negativa.

### Ejemplo Hipotético de Calificaciones Finales

(USD millones)

Calificaciones	Agrupación Negativa Previa	Agrupación Negativa Posterior
AAAsf	350	350
AAsf	80	80
Asf	55	55
BBB-sf	45	37
BBsf	—	8

Fuente: Fitch Ratings

## Sensibilidades de Supuestos de Calificación

### Estreses Definidos

Los estreses definidos describen las sensibilidades de calificación ante cambios en un supuesto, manteniendo los otros constantes. La sensibilidad refleja el impacto por cambios al FEN de la propiedad ante entornos a la baja. Un decremento en el flujo de efectivo disminuye el valor de la propiedad y la capacidad para dar cumplimiento a las obligaciones de servicio de la deuda.

En la tabla a continuación, el FEN de Fitch se reduce por tres montos diferentes: el FEN se reduce en un porcentaje adicional de 10%, 20% y 30% el nivel de FEN de Fitch al momento de la emisión. Las calificaciones implícitas únicamente son indicativas de posibles resultados y no consideran otros factores de riesgo a los que está expuesta la transacción.

### Estreses Definidos<sup>a</sup>

Escenarios (%)	(10)	(20)	(30)
Propiedad de Oficina Número 1			
AAAsf	AAsf	A+sf	BBB+sf
AAsf	Asf	BBBsf	BB+sf
Asf	BBBsf	BB+sf	BB-sf
BBBsf	BB+sf	BB-sf	Bsf
BBB-sf	BBsf	B+sf	B-sf

<sup>a</sup> Disminuciones adicionales de FEN.

Fuente: Fitch Ratings

### Sensibilidades Definidas

Las sensibilidades definidas describen los estreses a los supuestos necesarios para reducir una calificación en una categoría completa, a un nivel inferior al grado de inversión, así como a una calificación de CCCsf al estresar aún más el FEN de Fitch. Las sensibilidades de calificación implícitas son indicativas de algunos de los posibles resultados y no consideran otros factores de riesgo a los que está expuesta la transacción.

### Sensibilidades Definidas

(% de disminución de flujo de efectivo)

Escenarios	AAAsf	AAsf	Asf	BBBsf	BBB-sf
Propiedad de Oficinas					
Baja por una Categoría Completa	8	9	9	13	13
Baja a nivel Sin Grado de Inversión	39	39	19	7	<1
Baja a CCC	58	52	45	37	33

Fuente: Fitch Ratings

### Seguimiento

Fitch da seguimiento a todas las transacciones de CMBS después del cierre, con la excepción de los casos en los que asigna expresamente una calificación en un momento específico del tiempo. Para los CMBS norteamericanos, Fitch espera recibir información a nivel de crédito de los administradores y del fideicomisario de acuerdo con los estándares del CREFC. Para los CMBS australianos, Fitch espera recibir información actualizada a nivel de crédito, al menos semestralmente. Si no hay información específica del crédito disponible, otros datos del originador o datos importantes de todo el mercado podrían proporcionar información representativa. Para los CMBS de Latinoamérica, Fitch espera recibir información a nivel de crédito y relacionada con la propiedad de los administradores o gerentes de propiedad principales de manera trimestral.

El seguimiento de Fitch a transacciones existentes de un solo acreditado y de grandes créditos sigue un marco analítico similar al establecido anteriormente para nuevas transacciones. Fitch revisa las transacciones, como mínimo, una vez al año. Además, la agencia sigue las tendencias

del mercado y de la industria, como las quiebras de arrendatarios y el desempeño del submercado, para identificar créditos en riesgo por región y tipo de propiedad. La agencia también iniciaría la revisión de una transacción cuando haya un cambio significativo e inesperado en el estado del crédito o en el desempeño operativo de una propiedad o crédito que representa una proporción considerable de la transacción.

Fitch revisa los estados operativos actualizados y los registros de arrendamiento (cuando están disponibles) de las propiedades subyacentes, así como las condiciones del mercado y la fortaleza y experiencia del acreditado. Los analistas revisan los estados financieros que reporta el administrador para definir y comprender las diferencias con el FEN de Fitch utilizado al momento de la emisión o el FEN de Fitch más recientemente utilizado, en caso de que difiera. Típicamente, después de la emisión inicial, el administrador no provee información a futuro sobre períodos de gracia, reservas anticipadas, etc.

El desempeño operativo podría fluctuar de año a año. Si Fitch define que el flujo de efectivo más reciente es más relevante que los previamente usados, Fitch ejecutará el modelo con un FEN de Fitch actualizado. Cambios en el flujo de efectivo actual, entre los cuales la agencia pudiera incluir un alza o baja significativa y prevista a prolongarse en la ocupación de la propiedad, a causa de cambios a largo plazo en el mercado o nuevos contratos firmados con la cuota anterior, la cual sea significativamente mayor o menor que las consideradas al momento de la emisión.

Otros cambios que no alterarían necesariamente el FEN de Fitch incluyen, por ejemplo, bajas en el flujo de caja reportado que deriven de inactividad entre contratos en un mercado con ocupación estable, o un aumento excepcional en el gasto que se prevea que se reembolsará por el inquilino en el futuro.

Además, si Fitch considera que el flujo de efectivo reportado no refleja el valor recuperable, Fitch derivará un FEN de Fitch actualizado, usualmente aplicando el análisis del valor oscuro, u otros medios de valuación, como ventas comparables, valor por pie cuadrado/unidad o precio de compra reciente.

Incluso cuando un FEN de Fitch actualizado altera las CIM, podría no haber cambios en la calificación si las CIM están hasta tres niveles hacia arriba o hacia debajo que las calificaciones actuales (como se estipuló anteriormente). Esto es porque Fitch también considerará importantes las implicaciones de cambios prospectivos (por ejemplo, cambios en el balance de los tramos como resultado de la amortización, del repago de los créditos, remoción y pérdidas realizadas). Si la diferencia va más allá de tres niveles, una variación de la metodología será divulgada y descrita. Si hay incertidumbre de a qué punto las tendencias son sostenibles, las perspectivas de calificación (positivas o negativas) se utilizarán antes que una acción de calificación.

Cuando no se recibe el desempeño operativo actualizado a nivel de propiedad, por lo general, Fitch deriva supuestos conservadores, incluyendo, entre otras, disminuciones del flujo de efectivo y aumentos en la tasa de capitalización, limitando supuestos de recuperación y valor. En el caso de un crédito con administración primaria especial, el desempeño operativo no siempre está disponible o es confiable. En estos casos, Fitch determinará el valor o un aproximado de un flujo neto de efectivo de la propiedad mediante la incorporación de valuaciones recibidas del administrador especial y/o la revisión de transacciones comparables del mercado.

Debido a que no todos los factores clave de calificación en esta metodología se aplican a todas las acciones de calificación, los RAC mencionarán los factores más relevantes para dichas acciones. En la mayoría de los casos, la calidad del colateral y el análisis de flujo de efectivo, probablemente, serán consideraciones clave en la revisión de seguimiento.

### **Calificaciones en Deterioro**

Para las calificaciones en deterioro de 'CCCs', 'CCs' o 'Cs', el riesgo de incumplimiento se define como posible, probable e inevitable, respectivamente. Mientras que las calificaciones se deciden en última instancia por un comité de calificación y reflejan las definiciones de calificación de Fitch, las calificaciones 'Cs' corresponden a pérdidas estimadas por propiedades embargadas y liquidaciones inminentes, aquellas en 'CCs' reflejan pérdidas estimadas por préstamos en incumplimiento cuando los montos de resolución o tiempos son menos concretos.

y las calificaciones 'CCCSf' podrían reflejar pérdidas esperadas por préstamos que aún no están en incumplimiento y/o aquellos recientemente transferidos a servicio especial, donde los cálculos de recuperación y valor sean preliminares.

## Divulgación de la Metodología

Fitch divulgará en su reporte de calificación inicial o en el RAC inicial: 1) la tasa de capitalización de Fitch, o la constante de Fitch y el recorte al flujo de efectivo del emisor para créditos en transacciones de un único acreditado y cada crédito que represente una porción importante de una transacción de un crédito grande; 2) los umbrales del LTV o RCSD para cada tramo calificado; 3) y la aplicación de un límite de calificación, y 4) la sensibilidad de la calificación a estreses de 10% al alza o baja del FEN. Además, para el tramo calificado por debajo del grado de inversión más júnior, Fitch divulgará el LTV de mercado de Fitch, el cual se basará en una mezcla de la tasa de capitalización del mercado, a su vez, con base en el avalúo y la tasa de capitalización de Fitch. En el seguimiento, el comentario de acción de calificación comentará los factores clave de calificación más relevantes, los cuales usualmente incluyen un comentario respecto al flujo de efectivo, desempeño actual de la propiedad y apalancamiento en general. Para los CMBS australianos, Fitch divulgará de manera adicional en su reporte de calificación inicial o RAC inicial los supuestos de apalancamiento, y la presencia y razonamiento de cualquier limitante de calificación.

## Variaciones Metodológicas

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

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

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, aspecto u otro factor relevante para la asignación de la calificación, junto con 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 las perspectivas de calificación, asignadas por Fitch, están sujetas a las limitaciones especificadas en la sección de Definiciones de las Calificaciones de Fitch, en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

## Apéndice A: Supuestos de Apalancamiento para Norteamérica

### Tasa de Capitalización y Constantes Estándares de Fitch

Tipo de Propiedad según Fitch	Tasa de Capitalización Estándar de Fitch (%)	Constante Estándar de Fitch (%)	Umbral por Tipo de Propiedad
Vivienda Cooperativa	8.00	9.00	Multifamiliar
Oficina (Urbana)	8.50	9.50	Comercial
Oficina (Médica)	8.50	9.50	Comercial
Oficina (Suburbana)	8.50	9.50	Comercial
Multifamiliar	8.25	9.25	Multifamiliar
Multifamiliar (Estudiantil)	8.75	9.75	Multifamiliar
Multifamiliar (Sénior)	8.50	9.50	Multifamiliar
Comercial Minorista (No Anclada)	10.00	11.00	Comercial
Comercial Minorista (Anclada)	8.50	9.50	Comercial
Comercial Minorista (Semianclada)	8.75	9.75	Comercial
Centro Comercial Minorista Nivel 1	7.50	8.50	Comercial
Centro Comercial Minorista Nivel 2	9.50	10.50	Comercial
Centro Comercial Minorista Nivel 3	11.50	12.50	Comercial
Industrial	8.50	9.50	Comercial
Vivienda Manufacturada	8.25	9.25	Multifamiliar
Autoalmacenamiento	9.00	10.00	Comercial
Hospedaje (Servicio Completo)	10.75	10.50	Hoteles
Hospedaje (Servicio Limitado)	11.00	10.75	Hoteles
Hospedaje (Estancia Extendida)	11.00	10.75	Hoteles
Cuidado de la Salud (Vivienda Asistida)	10.00	11.00	Hoteles
Cuidado de la Salud (Enfermería Especializada)	11.00	12.00	Hoteles
Otro	10.50	11.50	Hoteles
Cargo por Arrendamiento	6.50	7.50	Comercial

Fuente: Fitch Ratings

- Las constantes de refinanciamiento y las tasas de capitalización de Fitch se basan en promedios históricos a largo plazo de créditos comerciales de bienes raíces. Los rendimientos de recuperación de la deuda implícitos en estreses de grado de inversión altos son superiores a las tasas de capitalización históricas máximas.
- Las revisiones periódicas internas tratan observaciones del desempeño actual y expectativas futuras para los tipos principales de propiedad y mercados geográficos y primarios; las conclusiones de estas revisiones informan los supuestos del FEN de Fitch, la tasa de capitalización y constantes. Si las conclusiones dan como resultado cambios a los estándares para los rangos de supuestos de apalancamiento o el enfoque de determinación del FEN de Fitch, los cambios se reflejarán en las metodologías actualizadas
- No se espera que algunos tipos de propiedad, como la comercial minorista -no anclada y centros comerciales minorista nivel 3 formen parte de nuevas emisiones de acreditado único ni en créditos de opinión crediticia. Para más ejemplos, referirse a la sección de “Aplicación de la Metodología de Calificación de Créditos Grandes de CMBS”.

### Umrales por Tipo de Propiedad<sup>a</sup>

Escenario Específico de Calificación	Multifamiliar		Comercial		Hoteles	
	RCSD (x)	LTV (%)	RCSD (x)	LTV (%)	RCSD (x)	LTV (%)
AAA <sub>sf</sub>	2.00–2.10	42.50–47.50	2.05–2.20	40.50–45.50	2.95–3.05	35.50–40.50
AA <sub>sf</sub>	1.75–1.85	49.50–54.50	1.75–1.90	47.50–52.50	2.45–2.55	42.50–47.50
A <sub>sf</sub>	1.55–1.65	56.50–61.50	1.55–1.70	54.50–59.50	2.15–2.25	49.50–54.50
BBB <sub>sf</sub>	1.40–1.50	64.50–69.50	1.40–1.55	62.50–67.50	1.90–2.00	57.50–62.50
BBB– <sub>sf</sub>	1.30–1.40	69.50–74.50	1.30–1.45	67.50–72.50	1.75–1.85	62.50–67.50

BBsf	1.15–1.25	79.50–84.50	1.15–1.30	77.50–82.50	1.45–1.55	72.50–77.50
Bsf	1.00–1.10	97.00–102.00	1.00–1.10	95.00–100.00	1.20–1.30	90.00–95.00
CCCsf	0.85–0.95	114.50–119.50	0.85–0.90	112.50–117.50	0.95–1.05	107.50–112.50

<sup>a</sup> Los umbrales por tipo de propiedad se mencionan en la tabla superior "Tasa de Capitalización y Constantes Estándar de Fitch". RCSD – Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda LTV - crédito a valor del activo. Nota: Los umbrales por *notch* de escenario específico de calificación no se muestran en la table y se interpolan de manera lineal entre cada categoría mostrada arriba, con un notch entre AAAsf y AAsf y BBB-sf y BBsf, mientras que con dos *notches* entre AAsf y Asf, Asf y BBsf y BBsf y Bsf. Los umbrales para Bs y CCC+sf se basan en la interpolación entre BBsf y Bsf.

Fuente: Fitch Ratings

- Los productos de deuda de escenario específico de calificación para créditos grandes de CMBS norteamericanos los determina típicamente el enfoque LTV.
- Los umbrales de RCSD y LTV de escenario específico de calificación se basan en el valor observado y la disminución del flujo de efectivo en diversos estreses económicos para todos los créditos de CMBS desde 1994. Los ajustes del FEN se basan en datos históricos de rendimiento y en el rendimiento actual y proyectado específico del mercado. Estos supuestos derivan de datos proporcionados por terceros, tales como Trepp LLC, CoStar, Reis, Consejo Internacional de Centros Comerciales (International Council of Shopping Centers; ICSC) y Smith Travel Research (STR).
- Los umbrales de RCSD y LTV para cada escalón (*notch*) escenario específico de calificación que no se muestran son interpolados.



## Apéndice B: Supuestos de Apalancamiento para CMBS de la Región de Asia-Pacífico

Los criterios siguientes aplicarán, a menos que la información de rentabilidad y alquiler de por lo menos 10 años sea lo suficientemente similar a la de la región de Europa y Medio Oriente (p. ej., precios del mercado inmobiliario, convenios de arrendamiento, entre otros factores); en dado caso, aplicaría la metodología “EMEA CMBS and CRE Loan Rating Criteria”.

### Tasa de Capitalización y Constante Estándar de Fitch para Australia

Tipo de Propiedad (%)	Constante	Tasa de Capitalización
Oficina	9.5	8.375

Fuente: Fitch Ratings

### Umbral Australianos para Transacciones de Grandes Créditos de Propiedades de Oficina

Calificación	Oficina	
	RCSD (x)	LTV (%)
AAAsf	2.05–2.20	40.50–45.50
AAsf	1.75–1.90	47.50–52.50
Asf	1.55–1.70	54.50–59.50
BBBsfs	1.40–1.55	62.50–67.50
BBB–sf	1.30–1.45	67.50–72.50
BBsf	1.15–1.30	77.50–82.50
Bsf	1.00–1.10	95.00–100.00

RCSD – Razón de cobertura de servicio de deuda. LTV – Razón de crédito a valor del activo; *loan-to-value*.

Fuente: Fitch Ratings

- Los productos de deuda por escenario de calificación para créditos grandes de CMBS australianos usualmente se determinan bajo un enfoque de LTV.
- Las constantes de refinanciamiento son determinadas tomando como referencia a las tasas de interés históricas de Australia.
- Las tasas de capitalización de Fitch se derivan tomando como referencia a las tasas de capitalización de adquisiciones de propiedades de oficina examinadas por Fitch en el mercado; las investigaciones independientes de bienes raíces y mercados globales con parámetros similares. Se selecciona una tasa de capitalización para cada propiedad que respalda el crédito, guiado por el estándar de Fitch
- Los RCSD y LTV se derivan tomando como referencia a la volatilidad histórica de los valores y de rentas de propiedades de tipo oficina en Australia. Las propiedades con características excepcionalmente positivas tendrán una recuperación más sólida en los mercados a la baja, debido a flujos de capital a mercados o activos con una mayor percepción de calidad. Por lo tanto, Fitch puede realizar un ajuste a la baja adicional de aproximadamente 5 pb al umbral de RCSD de la calificación ‘AAAsf’ y un ajuste ascendente de 2.5% al umbral de LTV de la calificación ‘AAAsf’.

### Otros Tipos de Propiedad de la Región de Asia-Pacífico

Fitch podría proveer calificaciones a operaciones garantizadas por tipos de propiedades distintos de oficinas en Australia. Al hacer esto, un comité de calificación de Fitch determinará los supuestos (como constantes, tasa de capitalización y umbrales de RCSD y LTV) para usarse, los cuales estarán basados en información histórica del tipo de propiedad específico y el mercado en que la propiedad se ubique. Fitch espera divulgar todos estos supuestos en sus reportes iniciales de calificación o RAC.

#### Límite de Calificación

Fitch determinará que un límite de calificación se requiere si la volatilidad histórica del flujo de efectivo del tipo de propiedad y/o del valor del tipo de propiedad lo indica o, considerando la disponibilidad, la calidad y cantidad de la información. La presencia y razonamiento del límite de calificación se comunicará como parte de la divulgación de información específica de Fitch.

## Apéndice C: Supuestos de Apalancamiento para CMBS de Latinoamérica y Otras Consideraciones

Varios países en Latinoamérica, como Brasil, Chile, Colombia, Panamá y México, han desarrollado mercados de bienes raíces comerciales en forma de estructuras de acreditado único. Para las transacciones de CMBS en estos países, Fitch analizará los FEN de propiedad bajo los fundamentos de calificación detallados en este informe, como base para calcular los productos por deuda específicos de escenarios de calificación. Los productos por deuda dependerán de supuestos específicos por país, relacionados con las tasas de capitalización, los umbrales de RCSD, LTV, el perfil de amortización del crédito y otros factores macroeconómicos específicos, incluyendo la calidad crediticia del soberano.

### Producto por Deuda y Consideraciones de Apalancamiento

Fitch publicará apéndices específicos relacionados con las tasas de capitalización, umbrales de RCSD y LTV para países con una o más calificaciones internacionales o cinco o más calificaciones en escala nacional dentro de un sector en el país.

Las tasas de capitalización de Fitch derivan de las tasas de capitalización de adquisiciones de propiedades revisadas por Fitch en el mercado, investigaciones independientes de bienes raíces y mercados globales con parámetros similares (ajustados por riesgo país). Cuando se analizan las tasas de capitalización históricas, Fitch también puede acortar la longitud de los datos relevantes de la tasa de capitalización para un segmento de mercado en particular en el que se produjo un cambio estructural notable, resultando en una menor relevancia de datos más antiguos. Por ejemplo, un cambio sustancial en las tasas de interés y los fundamentos de calificación soberana de un país de mercado emergente a largo plazo darían como resultado que los datos anteriores fueran menos relevantes para predecir las tendencias futuras de tasa de capitalización. Se selecciona una tasa de capitalización para cada propiedad que compone el colateral, guiado la tasa de capitalización estándar de Fitch para definir el valor de propiedad base de Fitch.

Los RCSD y LTV son determinados tomando como referencia la volatilidad histórica particularmente del capital y niveles de rentas del país. Las propiedades con características excepcionalmente positivas o negativas tendrán una recuperación más sólida en los mercados a la baja debido a flujos de capital a mercados o activos con una mayor percepción de calidad.

### Estructuras del Crédito

La mayoría de los mercados latinoamericanos cuentan con estructuras de créditos que amortizan totalmente previo al vencimiento, debido a una volatilidad mayor en dichos mercados. Esto difiere de otros mercados comerciales inmobiliarios desarrollados, como el de EE. UU., que cuentan con estructuras que únicamente pagan interés previo al vencimiento, créditos con amortización total al vencimiento y amortizaciones que pueden alcanzar los 25–30 años. La velocidad de desapalancamiento en distintos mercados puede variar según el plazo en que se concentre la mayor proporción de amortización o al contar con ajustes por indexación a inflación sobre el principal. Fitch estimará diversas sensibilidades para determinar el impacto de los diferentes ritmos de amortización y el impacto de la inflación, considerando los supuestos de estrés establecidos en la metodología “Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria”, junto con la correlación histórica entre las tasas de interés de referencia del mercado, el CDI y el índice de inflación de Brasil, IPCA.

Debido a que los créditos en Latinoamérica suelen amortizar por completo previo al vencimiento y cuentan con plazos típicamente en períodos de 8 a 15 años, la transacción disminuirá su nivel de apalancamiento significativamente más rápido que un crédito de entre 25 y 30 años y el crédito vencerá en un período más corto. Como resultado, la constante hipotecaria será superior a los niveles de EE. UU. y los niveles promedio de RCSD serán más bajos que los de un crédito de igual tamaño con vencimiento entre 25 y 30 años.

Fitch utiliza, en el cálculo del RCSD, la tasa máxima entre la constante hipotecaria observada, la cual puede estresarse según los niveles de inflación, y constante estresada de refinanciamiento, en caso de que se hayan determinado para el país. Debido a la volatilidad histórica del capital y de renta en los mercados emergentes, a pesar del desapalancamiento, el análisis de

refinanciamiento o recuperación tiene una menor importancia que la capacidad de los flujos de efectivo de la propiedad para cubrir el servicio de la deuda. Por lo tanto, el análisis se basa en el RCSD observado, estresado por inflación, según corresponda y sin dar crédito por amortizaciones pasadas o futuras.

Fitch calculará los niveles de RCSD y LTV para las calificaciones en escalas nacionales de Latinoamérica y, dada la simpleza del cálculo, puede que no use el modelo, dado que ambos indicadores se calculan para transacciones con amortización total (por ejemplo, aquellos que no tienen necesidad de agregar un factor de amortización o constantes hipotecarias relativas a los ajustes de constantes de Fitch).

### Supuestos Brasileños para Propiedades Dedicadas a Oficinas, Industriales y Comercio Minorista

Las tasas de capitalización de Fitch para Brasil se derivan de las adquisiciones de propiedad revisadas por Fitch en el mercado, las investigaciones independientes del sector de bienes raíces y aquellas observadas en mercados globales con parámetros similares. Cuando se combina esta información y se consideran los factores de riesgo del país, Fitch utiliza una tasa de capitalización en términos reales de entre 11.00% y 12.50% para las propiedades de oficinas, industriales y de comercio minorista, ubicadas en Brasil.

Las estructuras de créditos brasileñas están diseñadas para amortizar completamente previo al vencimiento en un plazo de entre 8 y 15 años. Como tal, la constante de Fitch para las transacciones brasileñas será igual a la constante hipotecaria observada. Generalmente, dicho perfil de amortización, más corto, dictará un apalancamiento menor, según la métrica de LTV para la calificación internacional equivalente; sin embargo, los niveles de RCSD serán similares a los que se utilizan en mercados desarrollados, como los de EE. UU. y Australia, ya que la constante hipotecaria será mayor. Las estructuras de créditos brasileños también están expuestas a un riesgo adicional, ya que el principal del crédito está indexado a la inflación. Fitch calculará sensibilidades sobre las obligaciones subyacentes al estresar el IPCA y rezagando el impacto de la inflación sobre los flujos de efectivo y la valuación de propiedades. El perfil de amortización más corto y las estructuras con nivel menor de apalancamiento están diseñados para mitigar este riesgo.

### Parámetros de Brasil para Transacciones de Grandes Créditos de Oficinas, Industriales y Comercio Minorista

Calificación en Escala Nacional de Brasil	Propiedades de Oficinas, Industriales y Comercio Minorista	
	RCSD (x)	LTV (%)
AAAsf(bra)/AA+sf(bra)	1.26–1.41	58.50–63.50
AA+sf(bra)/AAsf(bra)/AA–sf(bra)	1.23–1.26	63.50–67.50
AA–sf(bra)/A+ sf(bra)/Asf(bra)/A–sf(bra)	1.15–1.23	67.50–76.00
A–sf(bra)/BBB+sf(bra)/BBBsf(bra)/BBB–sf(bra)	1.08–1.15	76.00–81.00

Notas: Los umbrales dentro de la tabla están calibrados, asumiendo que Brasil se encuentra calificado dentro de la categoría BB. Se revisarán los supuestos si la calificación soberana no está dentro de la categoría BB. RCSD – Razón de cobertura de servicio de deuda. LTV – razón de crédito a valor del activo; *loan-to-value*. x – Veces.

Fuente: Fitch Ratings

### Consideraciones Brasileñas Adicionales

Fitch aplica límites de calificación adicionales en el nivel específico de la transacción cuando se considera que las propiedades subyacentes están altamente concentradas dentro de un mercado con liquidez menor. Este es el caso en Brasil, ya que varias calificaciones de transacciones han sido limitadas a A(bra) o AA(bra), aunque el LTV y RCSD dictarían una calificación mayor.

Fitch aplicará estos criterios al asignar calificaciones en escala nacional, teniendo en cuenta los umbrales de RCSD y LTV correspondientes, en escala internacional. Los umbrales correspondientes en escala nacional se calibraron considerando que Brasil está calificado en la categoría BB. Fitch puede recalibrar estos puntos de conexión si la calificación soberana sale de la categoría BB (es decir, a BBB o B).

### **Supuestos Mexicanos para Propiedades Minoristas y de Oficina**

Las tasas de capitalización a largo plazo de Fitch que se aplican a propiedades industriales, de comercio minorista y de oficinas localizadas en México, se encuentran, generalmente, entre 10.0%-12.0%, 9.9%-13.5% y 9.9%-12.5%, respectivamente. Los valores de la tasa de capitalización estándar de Fitch son 11.00%, 11.70% y 11.20% respectivamente. Estos rangos están acorde a los niveles de mercado de largo plazo, informes de investigación independientes y valuaciones independientes de bienes raíces, así como a las tasas de capitalización de los mercados desarrollados, ajustadas por riesgo del país.

Por lo general, los CMBS mexicanos están diseñados para amortizar completamente entre 15 y 20 años. No obstante, transacciones con plazos menores de 10 años pudieran estar expuestas al riesgo de refinanciamiento, al estar estructuradas con un pago global al vencimiento. Estas últimas usualmente se benefician de mecanismos para la retención de dividendos y detonantes para la disposición del colateral, los cuales ayudan a mitigar la exposición a dichos riesgos. Para transacciones calificadas en grado de inversión expuestas al riesgo de refinanciamiento, los niveles de LTV netos, calculados considerando el valor inicial de la propiedad de Fitch, son menores de 40% al vencimiento.

Fitch utilizará la tasa mayor entre la constante hipotecaria observada y la constante definida para Estados Unidos. Además, las tasas de interés de las notas generalmente son fijas y, a diferencia de Brasil, el principal de las notas no se encuentra indexado a la inflación. No obstante, los contratos de arrendamiento tienen ajustes automáticos según la inflación anual durante el plazo del contrato. El FEN de Fitch considera los ingresos de propiedad normalizados, los gastos operativos, los gastos de capital y otros gastos variables en niveles sostenibles. Los gastos operativos suelen reflejar los montos más recientes a fin de año o los niveles de los últimos doce meses, además de un ajuste igual a 1.5x el nivel de inflación objetivo del Banco Central de México, o la tasa de inflación objetivo de la Reserva Federal, según la divisa que aplique. Se considera el FEN de Fitch inicial y la tasa de capitalización aplicable para determinar el resultado de escenario de calificación específica para CMBS mexicanos, mediante el uso de un enfoque de LTV.

Un perfil de amortización más corto en transacciones de este mercado indica, generalmente, un apalancamiento menor, medido a través de un enfoque tradicional de RCSD. Sin embargo, los ajustes por inflación contractuales contrarrestan esto último cuando se considera el RCSD promedio durante la vida útil de la transacción. A diferencia del cálculo de LTV, el FEN de Fitch utilizado para calcular el promedio de RCSD puede reflejar un ajuste anual por la indexación a la inflación correspondiente a la tasa objetivo del Banco Central de México o aquella de la Reserva Federal, en línea con la divisa en la cual se hayan firmado los contratos de arrendamiento. Por lo tanto, los umbrales de LTV y RCSD son similares a los utilizados en mercados desarrollados, como EE. UU. y Australia.

Para transacciones expuestas al riesgo de refinanciamiento, el nivel de apalancamiento será dictado por el LTV inicial, y aquel esperado en la fecha de vencimiento. Los RCSD resultantes son mayores que los de una transacción que amortiza completamente previo al vencimiento.

Las estructuras de créditos mexicanos suelen ser transacciones de un solo crédito y acreditado, respaldadas en propiedades de nivel institucional y arrendatarios múltiples. Fitch puede realizar ajustes a los umbrales de RCSD y LTV, para transacciones que cuenten con niveles de diversificación y calidad mayor en la propiedad, de hasta 10 pb y 5%, respectivamente, y hasta 25 pb y 12.5%, respectivamente, para transacciones con una diversificación alta de fuentes de ingresos.

Al asignar calificaciones en escala internacional para CMBS mexicanos respaldados por edificios de oficinas, centros comerciales regionales, de comercio minorista e industrial (Propiedades Comerciales), Fitch utilizará los umbrales de RCSD y LTV para Norteamérica descritos en el Apéndice A. No obstante, transacciones con una calificación superior a la asignada al soberano de México considerarán un mayor nivel de estrés que los utilizados para Norteamérica. Los umbrales en estos casos serán determinados en línea con los principios descritos en la metodología de "Metodología de Riesgo País de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos" y será incorporado al comentario de acción de calificación y reporte de preventa correspondiente. Finalmente, al asignar calificaciones en escala nacional para la jurisdicción en

cuestión, Fitch utilizará los umbrales correspondientes a la escala de calificación internacional junto con la calificación equivalente según lo establecido en la “Metodología de Calificaciones en Escala Nacional”. Esto también será descrito en el comentario de acción de calificación y reporte de preventa correspondiente.

### **Consideraciones Mexicanas Adicionales**

Algunos sectores y regiones de bienes raíces en México han contado históricamente con contratos de arrendamiento denominados en dólares estadounidenses. Esto ocurre frecuentemente en propiedades industriales en regiones con un componente de exportación relevante, así como en edificios de oficina con clase A en áreas metropolitanas clave, como Ciudad de México.

Los CMBS mexicanos pueden incluir deuda denominada en dólares estadounidenses, mientras que esta coincida con la divisa en la cual se encuentran las rentas contractuales. Fitch evaluará las características de la propiedad y del mercado, según cada caso para determinar el riesgo de diferencias en divisas cuando se emite deuda en dólares estadounidenses respaldada por activos ubicados en México.

La agencia espera una estabilidad demostrada de rentas en dólares estadounidenses y rentas denominadas históricamente en dicha divisa. Fitch espera que exista una parte predominante de arrendamientos vinculados a arrendatarios que generan esta divisa (o sociedad controladora), y/o empresas mexicanas de alta calidad crediticia. Además, se esperan características estructurales, como detonantes para la retención de efectivo y mecanismos de amortización acelerada que mitiguen posibles cambios en la práctica del mercado, lo que podría dar como resultado que las divisas en las cuales estén denominados los ingresos y la deuda no coincidan. Según la calidad y ubicación de los activos, Fitch puede requerir un apalancamiento menor o puntos de conexión más bajos que los que normalmente se considerarían para propiedades similares, incluido cualquier beneficio para la diversificación y la calidad de la propiedad.

Características específicas de los activos, plazo remanente de los contratos de arrendamiento vigentes, presupuestos de gastos de capital y planes de renovación, el tamaño del pago global como proporción del valor de la propiedad de Fitch y las características estructurales son factores relevantes considerados en la evaluación del riesgo de refinanciamiento.

Además, los fundamentos de mercado, perfiles de amortización y de LTV de Fitch también son utilizadas para comparar el desapalancamiento a lo largo de transacciones con diferentes plazos o vencimientos.

Dado que la traducción de esta metodología aplica a diversos países de 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”, término cuyo uso depende del país.

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

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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde 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 © 2023 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.