

Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas

Metodología Maestra

Alcance

Los principios discutidos en este reporte son aplicables a todas las clases de activos de Finanzas Estructuradas (SF, por sus siglas en inglés), incluyendo transacciones respaldadas por hipotecas residenciales y comerciales (RMBS y CMBS, respectivamente), transacciones respaldadas por activos (ABS), y transacciones de créditos estructurados. Los criterios discutidos en este documento proporcionan un marco general aplicable a todas las transacciones de SF. Cualquier criterio de calificación específico a una clase de activo publicado por AESA RATINGS deberá ser considerado, conjuntamente con estos criterios.

Consideraciones específicas respecto del uso de Vehículos de Propósito Especial (SPV, por sus siglas en inglés) de "quiebra remota" en muchas operaciones de SF para lograr el aislamiento de activos están detalladas en el Anexo 1. Este reporte también esboza en el Anexo 2, consideraciones adicionales que aplican a calificaciones de notas de finanzas estructuradas respaldadas por bursatilizaciones/titularizaciones (re-securitizaciones).

Factores Clave de la Calificación

Aislamiento del Activo y Estructura Legal: La característica distintiva de una transacción de SF es el aislamiento, o "desvinculación" de un conjunto de activos subyacentes del riesgo crediticio del propietario original o del originador de esos activos. El objetivo es que el riesgo de crédito principal de la transacción se relacione a la del grupo de activos en sí mismos, en lugar del riesgo de crédito idiosincrásico del originador. En ausencia de otros factores, el aislamiento efectivo de los activos del riesgo de crédito del originador corporativo puede permitir que transacciones de SF logren una calificación más alta que la del propio originador.

Calidad del Activo: AESA RATINGS normalmente analiza las características de los activos para derivar una expectativa de pérdida bajo un escenario de caso base. Este supuesto es estresado en cada categoría de calificación sucesiva, de tal manera que las emisiones calificadas en las categorías de alto grado de inversión (es decir, 'AAA' y 'AA'), tengan expectativas de pérdidas consistentes con escenarios de estrés de baja probabilidad, y alta severidad.

Mejora Crediticia: La mejora crediticia es un componente fundamental en las transacciones de SF, ya que es el mecanismo que provee protección a los inversionistas ante pérdidas en el activo subyacente. Las calificaciones de AESA RATINGS reflejan si los bonos tienen suficiente mejora crediticia disponible para resistir un incumplimiento dadas las pérdidas esperadas del activo (determinadas por AESA RATINGS bajo el escenario de estrés asociado con la calificación correspondiente del bono).

Estructura Financiera: Como parte de su evaluación, AESA RATINGS analiza la dependencia de la estructura a las diversas contrapartes, tales como: proveedores de derivados, entidades bancarias en las que se encuentran las cuentas del SPV, o proveedores de garantías financieras. Esto debido a que dichas contrapartes representan una exposición de riesgo adicional al del activo titularizado / bursatilizado. Generalmente para aquellas transacciones de SF que no se encuentran desvinculadas del riesgo crediticio de una entidad o proveedor de

Analistas

José Pablo Rocha Argandoña
+591 (2) 2774470
josepablo.rocha@aesa-ratings.bo

Cecilia Pérez
+591 (2) 2774470
cecilia.perez@aesa-ratings.bo

Esta Metodología reemplaza a la *Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas* de Junio, 2011.

garantía, el riesgo crediticio de la transacción estará ligado directamente al riesgo crediticio de dichas entidades en ausencia de los mitigantes estructurales apropiados.

Calidad del Originador y Administrador: El originador y el administrador de los activos pueden afectar el desempeño de los activos de respaldo, y como consecuencia el desempeño de la transacción bursatilizada / titularizada. El equipo de riesgo operacional de AESA RATINGS o los analistas del activo específico podrán revisar los procesos operacionales de cada originador y administrador que participa en una transacción de SF calificada por AESA RATINGS.

Seguimiento: Una vez que AESA RATINGS asigna una calificación, monitorea el desempeño de la transacción a través del proceso de seguimiento de la calificadora hasta que los títulos hayan sido completamente pagados o la calificación haya sido retirada. De los cinco factores nombrados previamente; la calidad del activo, la mejora crediticia y la calidad del originador/administrador, evolucionan a través de la vida de la transacción mientras que, la estructura legal y la estructura financiera son estables y afectadas por eventos específicos.

Limitaciones

Estructuras legales específicas, la calidad del activo (incluyendo el portafolio y la calidad de la información), la mejora crediticia, la estructura financiera, los riesgos operacionales, la dependencia en el soberano o aspectos de contrapartes pueden hacer que AESA RATINGS no califique una transacción, o que limite la máxima calificación alcanzable en el análisis de la calificadora.

El análisis de calificación de AESA RATINGS se basa en el marco jurídico vigente y relevante, y en general no abarca el impacto de los cambios imprevistos a la ley (incluyendo la legislación tributaria). Sin embargo, cuando el marco legal en cuestión está sujeto a un alto grado de incertidumbre, AESA RATINGS puede aplicar un tope de calificación (según el criterio antes mencionado). Cambios en la ley son analizados como eventos de crédito, tal como se indica en la sección de Seguimiento de este reporte. La implementación de un cambio previo imprevisto en la ley puede ocasionar un cambio en las calificaciones de las notas afectadas. Las calificaciones crediticias de AESA RATINGS no reflejan ningún otro riesgo que no sea el riesgo de crédito. Las calificaciones son opiniones sobre la calidad crediticia relativa de la transacción y no una medida de predicción de la probabilidad de incumplimiento específica.

Proceso de Calificación

Un comité de calificación determinará si las recomendaciones de las opiniones de calificación derivadas por los analistas reflejan los riesgos asociados con la transacción. Esto incluirá una evaluación de las expectativas de pérdidas derivadas del activo subyacente, así como también para determinar si todos los aspectos fundamentales descritos anteriormente, han sido abordados. Un comité de calificación podrá deliberar factores cualitativos de transacciones específicas que los modelos y metodologías establecidos pueden no reflejar, e incorporar éstos en la opinión de calificación. Cualquiera de estos factores será descrito en el comentario escrito que acompaña a la publicación de la calificación y cualquier comentario de calificación posterior. El comité de calificación determina las calificaciones finales apropiadas que le serán asignadas a cada bono.

AESA revisará los documentos de la transacción. Se espera que las opiniones legales aborden los aspectos legales de la transacción; es decir, que los documentos sean legales, válidos, obligatorios y exigibles.

Aislamiento del Activo y Estructura Legal

La característica distintiva de una transacción de SF es el aislamiento, o “desvinculación”, de una cartera de activos subyacente del riesgo crediticio corporativo del propietario original, u “originador”, de estos activos. El objetivo es que el riesgo de crédito principal de la transacción se relacione con el riesgo de la cartera de activos en sí y no con el riesgo crediticio idiosincrásico del originador. En SF esto típicamente se logra mediante la venta de una cartera de activos identificable y específica, ya sea directa o indirectamente, a un SPV de modo que ni los activos ni sus ingresos se consoliden como parte de la quiebra del originador/vendedor en caso de su insolvencia.

Generalmente, el SPV emite deuda y utiliza el producto de la emisión para adquirir activos que generan efectivo. El SPV utiliza el efectivo que recibe de los activos para el pago de intereses sobre la deuda y, en la mayoría de los casos, para amortizar (total o parcialmente) su deuda. Un ejemplo de una excepción a esto son las transacciones sintéticas que pueden no emitir deuda, pero proporcionan una exposición sin financiamiento a los activos de referencia.

Los SPV se describen como vehículos de “quiebra remota” ya que el riesgo de que la transacción se vea interrumpida por su quiebra es remoto, por las características estructurales de la transacción. Las restricciones legales sobre un SPV limitan sus actividades de negocios, por lo que la transacción se protege, en la medida de lo posible, de los riesgos crediticios que presentan las actividades secundarias que podría realizar un SPV y que no están relacionadas con la transacción. A diferencia del originador de los activos subyacentes que se están bursatilizando / titularizando, los SPV no están destinados a operar negocios y, por lo tanto, no deberían, por ejemplo, ser capaces de asumir otra deuda que no sea la deuda calificada o subordinada. Los SPV suelen establecerse para un propósito específico y limitado, con el fin de emitir notas de SF, y tienen una existencia legal separada e independiente de la empresa originadora. Así, el SPV proporciona una mejor predictibilidad de resultados, comparado a los créditos corporativos, ya que los factores de riesgo asociados con una transacción de SF se encuentran limitados a la cartera de activos transferidos al SPV.

A AESA RATINGS se le solicita que considere la asignación de calificaciones a una variedad de transacciones que utilizan varias formas legales diferentes de SPV. La forma legal de la organización estará determinada y regulada por la ley local de la jurisdicción donde se creó el SPV y determinado por el patrocinador (“sponsor”). Por lo general, el SPV de una transacción de SF es una sociedad anónima, un fideicomiso, una sociedad de responsabilidad limitada u otra forma de persona jurídica (según la legislación local del lugar donde se ha establecido). El análisis de AESA RATINGS sobre el aislamiento de la quiebra y los principios aplicados se detallan en el Anexo 1 de este reporte.

Revisión de la Opinión Legal y de los Documentos de la Transacción

Los documentos de constitución del SPV, los documentos relacionados con una transacción en particular y las opiniones legales asociadas, son claves para evaluar el alcance de la separación de los activos con respecto al riesgo de quiebra del vendedor y la solidez de la estructura de una transacción en particular y, en consecuencia, si la transacción funcionará según lo previsto.

Los analistas de AESA RATINGS revisarán los documentos relevantes de la transacción con el fin de determinar si reflejan la transacción y su estructura, tal como ésta se ha presentado a AESA RATINGS. Los analistas pueden hacer preguntas acerca de los contenidos de estos documentos o explicar el impacto sobre el análisis de la calificación de ciertas provisiones incluidas en los mismos. Sin embargo, los analistas no entregarán propuestas ni

recomendaciones relacionadas con el diseño de los productos de SF que AESA RATINGS califica, ni respecto al contenido de los documentos de la transacción.

AESA RATINGS espera recibir copias de las opiniones legales emitidas por los abogados relacionados con la transacción, pertinentes a las leyes de la jurisdicción(es) donde se han formado/incorporado cada uno de los SPV relevantes y de otras ciertas partes relacionadas con la transacción; las leyes que rigen los documentos de la transacción y que regulan los activos (lo que considerará cuán ejecutable es la venta de activos). Cabe señalar que algunas o todas las leyes pertinentes son distintas. AESA RATINGS esperaría que las opiniones legales pertinentes cubran todas las leyes relevantes.

AESA RATINGS revisará las opiniones legales y espera que éstas se pronuncien sobre los aspectos legales de la transacción que son relevantes para el análisis de calificación de AESA RATINGS. Con respecto a tales aspectos, la calificadora típicamente no esperaría que surja insolvencia general a causa de estas opiniones, en la medida que la insolvencia de cualquier persona pudiera tener un impacto en tales opiniones, AESA RATINGS espera que dicho impacto sea descrito e identificado por los abogados de la transacción.

Se espera que las opiniones legales aborden la naturaleza de las diversas transferencias en la transacción y provean garantías de que los activos transferidos al SPV (i) no serán sujetos a ser recuperados o "retomados" por el vendedor de los bienes al SPV en caso de insolvencia del vendedor de dichos activos, y (ii) no se consolidarán con los activos de la matriz del SPV en el evento de su insolvencia. AESA RATINGS también recibe opiniones que responden a la perfección de las transferencias de activos (ya sea como una venta o cesión de una garantía real) entre los cedentes y los concesionarios, incluyendo pero no limitando a la garantía a favor del Fiduciario.

AESA RATINGS revisa opiniones generales corporativas y de exigibilidad indicando que los deberes, obligaciones y contratos celebrados por el emisor y otras contrapartes relevantes son válidos, vinculantes y ejecutables contra el emisor (así como contra otras contrapartes) de acuerdo con sus términos. Por último, AESA RATINGS también revisa las opiniones legales que aborden la situación fiscal del emisor (y cualquier otra contraparte relevante) en la transacción. AESA RATINGS espera recibir opiniones tributarias que confirmen que no habrá un impuesto no contemplado en la estructura o, si existen impuestos, que se cuantifique la cantidad con el fin de incluirlo en el análisis de AESA RATINGS de flujos de caja.

En la medida que los abogados relacionados con la transacción no puedan entregar una opinión "limpia" sobre cualquier aspecto relevante para el análisis de calificación de AESA RATINGS, AESA RATINGS espera que dichos abogados identifiquen y expliquen cualquier riesgo legal residual existente para que, hasta el punto en que resulte relevante, estos riesgos se puedan incluir en el análisis crediticio de AESA RATINGS. A diferencia de las compañías operativas, los SPV se encuentran restringidos debido a su formación y a los documentos de la transacción, y no tienen la capacidad para pedir préstamos o levantar capital con el fin de remediar faltas en el flujo de caja o en el activo, en los bonos o en problemas estructurales con la transacción. Podría ser el caso que el riesgo legal residual haga imposible que AESA RATINGS califique la emisión pertinente.

Calidad del Activo

Clases de Activos

Las transacciones de SF están respaldadas por una amplia gama de activos financieros. Préstamos hipotecarios garantizados por propiedades residenciales y comerciales, activos de

consumo tales como cuentas por cobrar de tarjetas de crédito y préstamos automotrices, así como préstamos e instrumentos corporativos, son los activos más comúnmente bursatilizados / titularizados. AESA RATINGS utiliza cuatro categorías generales para clasificar las transacciones de SF: RMBS, CMBS, ABS y Créditos Estructurados. Dentro de estos sectores existe una variedad de sub-sectores; por ejemplo, el sector ABS incluye activos de consumo (préstamos automotrices, tarjetas de crédito y préstamos estudiantiles, entre otros) y activos comerciales (contratos de arrendamiento de aviones, préstamos de franquicias y flujos futuros ligados a empresas, entre otros), así como papeles comerciales respaldados por activos (*Asset-Backed Commercial Paper* - ABCP).

Análisis de Incumplimiento y Pérdidas

El repago del capital e intereses de los préstamos subyacentes y del colateral se usa para pagar las notas calificadas en las transacciones de SF. AESA RATINGS típicamente analiza las características crediticias de los activos con el fin de derivar una expectativa de pérdida de acuerdo a un escenario que refleje las actuales expectativas macroeconómicas de AESA RATINGS. Esto se conoce comúnmente como escenario del caso base. El escenario del caso base sólo describe las pérdidas esperadas de activos, sin reflejar las características estructurales de la transacción para reducir la pérdida potencial. Las opiniones de AESA RATINGS respecto a las expectativas de pérdida del caso base, son generalmente determinadas por un comité de calificación basándose en valores derivados a través de alguno de los siguientes enfoques.

- Asignando una probabilidad de incumplimiento y una severidad de pérdida para cada préstamo individual basado en las características de cada préstamo, usando el resultado de modelos analíticos desarrollados por AESA RATINGS como base para la discusión del comité. La tasa de pérdida de la cartera subyacente se calcula usando modelos de incumplimiento y de severidad de pérdida o modelos de pérdida de préstamos. Este enfoque se usa generalmente en el análisis de RMBS y de transacciones CMBS con múltiples deudores.
- Analizando el portafolio de activos basándose en el desempeño histórico del originador con el fin que el comité de calificación derive una pérdida esperada. Este enfoque a menudo se usa en la calificación de transacciones ABS.
- Asignando una probabilidad de incumplimiento y tasa de recupero en base a las opiniones de crédito o sistemas de calificación internos del banco para activos individuales (sólo para portafolios granulares). Este enfoque es comúnmente aplicado para transacciones de créditos estructurados

Además de derivar un caso base, que generalmente corresponde a (o se encuentra marginalmente bajo) la calificación 'B' de AESA RATINGS, las expectativas de pérdida son generadas en base a supuestos cada vez más severos. La pérdida esperada es mayor para cada calificación sucesiva sobre 'B', por lo que los títulos con altas calificaciones (es decir, 'AAA' y 'AA') tienen expectativas de pérdida consistentes con escenarios de estrés poco probables y de alta severidad. AESA RATINGS utiliza una filosofía de calificación prospectiva que busca un enfoque "a través del ciclo" en los escenarios de calificaciones más altas y un enfoque basado en expectativas para los escenarios de calificaciones más bajas; es decir, en los primeros, se espera que los supuestos de pérdida reflejen un escenario remoto de estrés que se mantenga estable en el tiempo, mientras que los segundos reflejan supuestos que se relacionan más de cerca con las expectativas de desempeño del activo formado en ese tiempo. Las calificaciones 'AAA' y 'AA' de AESA RATINGS indican un riesgo de impago relativo más

AESA analiza las características crediticias de los activos para derivar una expectativa de pérdida que refleje un resultado altamente probable, si es que las condiciones se mantienen dentro de las expectativas actuales, la cual es comúnmente conocido como escenario del caso base.

bajo o muy bajo, y es improbable que la capacidad de repago se vea afectada negativamente por eventos predecibles.

Las expectativas de pérdida en las categorías de calificación más altas a menudo se expresan como un múltiplo de la estimación de pérdida del caso base. Por ejemplo, una cartera de activos puede esperar pérdidas de un 2% en un escenario base, pero en un escenario 'AAA', se puede esperar que la cartera de activos experimente pérdidas 4.0 veces (x) más altas que las del caso base, o un 8% del saldo de la cartera de activos.

Para clases de activos granulares con portafolios homogéneos, tales como las transacciones RMBS o ABS de préstamos de consumo, AESA RATINGS aplica múltiplos determinísticos. Para clases de activos con portafolios menos granulares o portafolios que muestran concentración en un sector (por ejemplo en Créditos Estructurados), AESA RATINGS aplica un enfoque estocástico basado en un modelo de correlación de simulación Monte Carlo, para determinar los múltiplos apropiados asociados a escenarios de calificación más altos.

Mientras la mayoría de las transacciones de SF son respaldadas por una cartera granular de activos, otras son respaldadas por carteras más concentradas (por ejemplo, obligaciones de préstamos colateralizados). Además, ciertas transacciones no dependen completamente de la calidad crediticia de su cartera de activos, sino que se encuentran relacionadas crediticiamente a entidades subyacentes o proveedores de garantías. Estas entidades subyacentes incluyen entidades corporativas individuales, instituciones financieras, municipalidades, soberanos y garantes financieros.

En caso que las estructuras no tengan el respaldo de una entidad individual o de una cartera diversificada de activos, sino que tengan una cartera concentrada con varias exposiciones importantes, los datos históricos de incumplimiento pueden resultar menos relevantes. Esto también puede ser el caso con carteras que fueron originalmente diversificadas, pero con el tiempo, conforme amortizaban al acercarse el vencimiento, se volvieron concentradas. AESA RATINGS usará ciertos niveles de estrés determinístico que le permitan asegurar que la cartera no se encuentra demasiado expuesta al riesgo de impago de estas importantes exposiciones. Varias clases de activos usan matrices de concentración en las cuales varias de estas importantes exposiciones dentro de la cartera entrarán en incumplimiento. La cantidad de estos incumplimientos dependerá del nivel de calificación deseado.

Ciertas transacciones de SF no dependen de una cartera diversificada de activos; algunas pueden estar relacionadas crediticiamente a entidades subyacentes o a proveedores de garantías, mientras otras están respaldadas por carteras más concentradas.

Suficiencia de la Información

Como parte del análisis de las transacciones, AESA RATINGS espera recibir información de desempeño histórica del originador para el conjunto de activos a ser bursatilizados / titularizados por el período más largo de: (a) cinco años, y (b) un período que cubra todas las fases de por lo menos un ciclo económico. Si la información específica del originador no está disponible, información de desempeño histórica del mercado en cuestión que cubra al menos ese mismo plazo, a menudo pueden servir para proporcionar información aproximada. Este sería el caso en particular para las clases de activos donde la información del originador provee una limitada contribución al desempeño esperado del activo (por ejemplo, activos originados para el mercado de préstamos sindicados). La dependencia de datos de mercado en lugar de datos específicos del originador será descrita en los comentarios de calificación.

Mejoras Crediticias

La mejora crediticia es un componente clave en SF, puesto que es el mecanismo que protege a los tenedores de bonos de las pérdidas del activo subyacente. Las calificaciones de AESA RATINGS para cada bono reflejan si los bonos tienen suficiente mejora crediticia disponible

para soportar el impago, dadas las pérdidas de la cartera del activo subyacente que AESA RATINGS espera de acuerdo al escenario de estrés de calificación asociado con la calificación del bono pertinente. La mejora crediticia puede provenir de fuentes internas, tales como la subordinación, exceso de interés (o el diferencial de las tasas de activos y pasivos) o sobrecolateralización, o externamente, como una garantía financiera proporcionada por un tercero, la provisión de un fondo de reserva, capital externo, o una combinación de los mencionados. Por lo general, las transacciones de SF ligadas a créditos no tienen mejora crediticia adicional; en lugar de eso, la calificación depende de la entidad subyacente o del proveedor de garantía

Subordinación

En una estructura simple de dos clases de bonos, preferente-subordinado, la clase subordinada provee una mejora crediticia a la clase preferente al absorber en primer lugar todas las pérdidas sobre la cartera de activos hasta que su saldo se reduce a cero. Por lo general, el interés y el capital adeudados al tramo preferente se pagan primero, y el efectivo remanente es pagado al tramo subordinado. Un bono subordinado puede ser reducido cada mes por una cantidad igual a las pérdidas realizadas del colateral subyacente o incurrir en pérdidas en caso de que los cobros sean insuficientes para repagar todo el monto adeudado. Los bonos preferentes pueden alcanzar una calificación 'AAA' si el tamaño de la mejora crediticia es consistente con la expectativa de pérdida de AESA RATINGS derivada de un escenario de estrés 'AAA', y si es que el bono puede realizar pagos oportunos de interés.

A menudo, las transacciones de SF tienen múltiples tramos de clases preferentes-subordinadas con calificaciones que van desde 'AAA' hasta 'B'. Las pérdidas usualmente se ubican en orden secuencial inverso, comenzando con el tramo más subordinado y con la calificación más baja. La protección del tramo subordinado, usualmente proviene de la sobrecolateralización, el *excess spread*, una clase no calificada que absorbe primero las pérdidas hasta que su saldo queda reducido a cero, o un fondo de reserva de efectivo fondeado completamente al cierre (o con un *excess spread* mensual) que se utilizará primero para cubrir pérdidas. La calificación del tramo subordinado refleja lo adecuado de la mejora crediticia total u otras formas de protección dados los escenarios de pérdida para la categoría de calificación respectiva. En general, la protección disponible para los tramos más preferentes refleja la mejora crediticia disponible para el tramo subordinado, así como la subordinación del tramo subordinado en sí.

Exceso de Interés (*Excess Spread*)

Un determinado bono puede alcanzar una calificación, aun cuando el tamaño y la cantidad de subordinación disponible para el bono sea más baja que las expectativas de pérdida de AESA RATINGS para el nivel de estrés relevante, si es que el exceso de interés también se encuentra disponible para cubrir pérdidas como una manera adicional de mejora crediticia. El exceso de interés son los ingresos remanentes después de realizar todos los pagos requeridos a los bonos en las fechas de pago, y generalmente es la diferencia entre el cupón promedio ponderado neto (*net weighted average coupon* - WAC neto) sobre la cartera de activos por un lado, y la tasa promedio ponderada de los bonos más los gastos de la transacción por el otro. El monto del exceso de interés generado puede ser muy sustancial y usarse en cada período de pago para distribuirlo como capital a los tenedores de bonos en una cantidad que alcance hasta las pérdidas realizadas vigentes y/o el monto en mora para ese período sobre la cartera subyacente, dependiendo de las condiciones y términos de la transacción.

AESA realiza un análisis de flujo de caja para evaluar la estructura financiera, especialmente cuando existen derivados insertos o si hay una dependencia importante en el exceso de interés.

Transacciones que no liberan inmediatamente el exceso de interés inutilizado o que posean fondos de reserva o sobrecolateralización al cierre, por lo general tendrán clases subordinadas más pequeñas que aquellas que tienen la cláusula de liberación.

El valor del exceso de interés que provee la mejora crediticia varía entre clases de activos y estructuras, y depende del momento en que se produzcan los incumplimientos, castigos o pérdidas, la tasa de repago sobre la cartera de activos subyacente, y los cambios en las tasas de interés. A menudo, este factor sólo se encuentra disponible sobre una base de “usarlo o perderlo”, en donde el exceso de caja podría liberarse al beneficiario en la parte inferior de la cascada debido a que no hubo pérdidas durante un período dado; en este caso, el valor de mejora crediticia de este efectivo es cero. De manera alternativa, se pueden producir pérdidas durante un período, pero es posible que no se encuentre disponible el exceso de caja para distribuirlo como capital. Si en todos los períodos se libera el exceso de caja no utilizado, en vez de retenerlo, en un fondo de reserva, el momento de incumplimiento o pérdida se transforma en un factor crucial.

El pago de capital sobre la cartera de activos subyacente también resulta crucial para determinar el beneficio de mejora crediticia del exceso de interés. Una rápida tasa de pago puede reducir la cantidad mensual de exceso de interés disponible para cubrir las pérdidas en el período actual y los períodos futuros. El exceso de interés también puede reducirse debido a la compresión del WAC, una baja en el interés que se recibe del colateral debido a que existen activos con cupones más altos que se encuentran pagando o cayendo en incumplimiento a una tasa más rápida que los activos con tasas más bajas. Asimismo, el exceso de interés bajará si las tasas de los bonos aumentan más rápido que el WAC neto del activo. Por ejemplo, puede ocurrir un descalce cuando la tasa de interés del bono se basa en un índice variable, mientras que la de los activos es fija. Los descalces de moneda también pueden tener un impacto sobre el exceso de interés hasta el punto en que no se encuentren cubiertos.

Debido a que estos factores pueden afectar de manera directa y sustancial la disponibilidad de exceso de interés, AESA RATINGS realiza un análisis de flujo de caja para cada clase de activo de SF que utiliza el exceso de interés como mejora crediticia. Modelos de flujo de caja propios para clases de activos específicos, así como los supuestos que AESA RATINGS utiliza respecto al momento de las pérdidas, el repago, las tasas de interés y otros factores específicos para cada activo, son utilizados para analizar la disponibilidad del exceso de interés. El grado en el cual AESA RATINGS da crédito al exceso de interés en el análisis de calificación de cada clase de activo depende de la cantidad de exceso de interés que se espera se encuentre disponible de acuerdo a diferentes escenarios de estrés.

Fondos de Reservas y Sobrecolateralización

Algunas estructuras usan fondos de reserva o sobrecolateralización como mejora crediticia en vez de, o además de las otras formas descritas. Los fondos de reserva pueden ser fondeados al cierre (por ejemplo, mediante un depósito en efectivo). De manera similar, la sobrecolateralización puede ser creada al cierre mediante un mayor valor de los activos que aseguran la transacción respecto de los títulos emitidos y calificados. En algunas estructuras, el exceso de interés no es liberado en cada período de pago después de cubrir las pérdidas. En su lugar, el efectivo es utilizado para fondear un fondo de reserva o para pagar el capital de los bonos. El exceso de interés remanente se puede depositar en un fondo de reserva de efectivo hasta que alcance un cierto límite. Una vez que el fondo de reserva alcance el monto objetivo, el exceso de interés no utilizado se libera de la transacción. Cuando el saldo del fondo de reserva se encuentre por debajo del monto objetivo, el exceso de interés se redirige para reconstituir el fondo.

Ciertas transacciones usan el exceso de interés remanente, después de que se pagan las pérdidas, para repagar el capital de los bonos. Al usar interés para repagar el capital, el saldo vigente del capital de los bonos baja más rápidamente que el de la cartera de activos

subyacente creando colateral extra. La sobrecolateralización resultante se encuentra disponible para cubrir pérdidas que no absorbió el exceso de interés. A menudo se establece un monto objetivo de la sobrecolateralización, igual a un porcentaje especificado del saldo de la cartera, que cuando es alcanzado, toda cantidad de exceso de interés que no se use durante un período específico puede ser liberada de la transacción.

Protección de Terceras Partes

En ocasiones, las transacciones de SF permiten que la mejora crediticia provenga de una contraparte externa. Estas contrapartes, que proveen protección contra pérdidas, pagarán a los tenedores de bonos de SF la diferencia entre el capital y el interés adeudado sobre el colateral subyacente y el efectivo real recibido o el monto de pérdidas realizadas. Estas obligaciones de pago de la contraparte son cruciales para asegurar que los tenedores de bonos de SF reciban pagos completos. Por ende, la opinión de calificación para las transacciones de SF con protección contra pérdida de un tercero, refleja los riesgos asociados con la exposición de la contraparte, además de los riesgos crediticios básicos relacionados con la cartera de activos subyacentes.

El principal riesgo asociado con una fuente externa de mejora crediticia es la dependencia de la transacción de SF en las obligaciones de pago de la contraparte. Esta dependencia de una parte externa compromete el aislamiento de la transacción de SF de los riesgos idiosincráticos asociados a una contraparte corporativa. Sin embargo, por lo general se incluyen provisiones estructurales en la transacción de SF que tienen por objetivo minimizar la dependencia y la exposición a la calidad crediticia de la contraparte. AESA RATINGS analizará estas provisiones estructurales de acuerdo con su criterio para abordar el riesgo de contraparte de las transacciones de SF.

En los casos en que las provisiones estructurales no sean suficientes para aislar la transacción de una contraparte – y la mejora crediticia que provee la contraparte sea importante para mantener la calificación – es posible que la transacción llegue a depender del crédito de la contraparte, de tal modo que la calificación de la transacción no será aislada de la calificación de la contraparte. Un ejemplo son los garantes financieros que proveen el llamado “*monoline wrap*.” En dichos casos, no existen provisiones estructurales para mitigar la exposición del garante financiero, por lo que típicamente la transacción llega a depender de la calidad crediticia de la contraparte.

Estructura Financiera

En transacciones de SF preferentes/subordinadas, las series preferentes tienen prioridad de pago de interés y capital sobre la serie subordinada. Sin embargo, la serie más preferente, generalmente el tramo calificado en categoría ‘AAA’, a menudo es dividido en múltiples bonos con diferentes vencimientos o calendarios de pago. Mientras la cantidad de protección contra pérdida para una clase calificada provista por la subordinación, el exceso de interés o la sobrecolateralización, por lo general no se ve afectada por la estructura financiera, la manera en que se distribuye el capital cobrado de la cartera de activos entre los bonos sí varía.

A continuación, se muestra una breve descripción de los tipos de estructuras más comunes encontrados en las transacciones de SF. El modelo de flujo de caja reflejará la estructura específica de la transacción correspondiente, al medir lo adecuada que resulta la mejora crediticia en cada nivel de calificación. Los criterios de flujo de caja pueden incluir varios supuestos de estrés que se aplican a los diferentes niveles de calificación. Los estreses pueden incluir, aunque no se limitan a:

Mientras el monto de protección contra pérdidas para una clase calificada que provee la subordinación, el exceso de interés o la sobrecolateralización por lo general no se ve afectada por la estructura financiera, la manera en que se distribuye el capital cobrado de la cartera de activos entre los bonos sí varía.

- Niveles de estrés de prepagos altos y bajos.
- Compresión de la tasa de interés de los activos para someter a estrés los niveles de ingresos.
- Incumplimientos y pérdidas concentradas al principio o al final (u otro momento) del plazo de la transacción.
- Estrés de tasa de interés para evaluar la importancia de las exposiciones sin cobertura, así como los costos asociados con los activos en incumplimiento.
- Estrés de riesgo de base para evaluar las exposiciones sin cobertura en relación con diferentes bases de tasa de interés para activos y pasivos.
- Estrés de tipo de cambio de moneda para evaluar las exposiciones a riesgos monetarios sin cobertura.

El alcance y la naturaleza de los niveles de estrés en el flujo de caja adoptados dependerán de la clase y el tipo de activos involucrados y de la estructura financiera de la respectiva transacción. Por ejemplo, los niveles de estrés adaptados específicamente a las transacciones se pueden adoptar en los casos en que los flujos de caja dependan en gran medida de los términos y las condiciones de los derivados incorporados.

Aun cuando el análisis de flujo de caja o los resultados obtenidos bajo diferentes tipos de estrés son importantes para determinar la calificación de la transacción, la calificación final será sujeta a la decisión del comité de calificación. Los miembros del comité tomarán en consideración aspectos cuantitativos y cualitativos para tomar una decisión. En particular, el comité puede decidir ignorar un escenario de estrés que refleje posibles pérdidas. Por ejemplo, el comité puede decidir ignorar estas posibles pérdidas si (i) dicho escenario es uno de múltiples casos a ser considerado, (ii) si existiesen mitigantes adicionales no reflejados en dicho escenario, o (iii) si el escenario de equilibrio resulta lo suficientemente remoto. En su comunicado de calificación, AESA RATINGS discutirá el análisis de flujo de caja y los escenarios de estrés aplicados como parte de su análisis, y comentará las razones por las cuales se decidió ignorar cualquier escenario de pérdida.

Si bien el pago total de las notas se basa típicamente en una fecha de vencimiento esperada, la calificación de AESA RATINGS contempla el pago completo del capital en la fecha de vencimiento legal, que a menudo puede estar fijada varios años después de la fecha de vencimiento esperada. El análisis de calificación de AESA RATINGS evalúa si la distribución de intereses y los ingresos de principal, incluyendo las recuperaciones de los activos que han incumplido, serán suficientes para pagar las notas hacia la fecha de vencimiento legal.

Períodos Revolventes

En algunas ocasiones las transacciones de SF presentan períodos revolventes, durante los cuales, por un tiempo específico, los ingresos de principal son usados para comprar cuentas de activos adicionales en lugar de amortizar los bonos. Los períodos revolventes exponen a los tenedores de bonos a riesgos adicionales en comparación a portafolios estáticos, tales como: un horizonte de riesgo mayor, movimientos adversos en la calidad del activo y estándares de originación, e incrementos en los niveles de incumplimiento.

AESA RATINGS esperaría observar mitigantes estructurales a los riesgos antes mencionados, los cuales podrían incluir gatillos de amortización temprana basados en el desempeño del activo, así como límites de concentración a la cartera con respecto a ciertas características (por ejemplo, promedio de la razón deuda a garantía [LTV por sus siglas en inglés]) que limiten el

grado permitido de evolución de la cartera. AESA RATINGS tomará tales mitigantes en cuenta en su análisis. Debido a los riesgos asociados con los períodos revolventes, AESA RATINGS espera que sean limitados en tiempo, con la fijación de la duración del período dependiendo de las características del tipo de activo a ser bursatilizado / titularizado. AESA RATINGS podrá declinar calificar o podrá limitar la calificación máxima alcanzable de transacciones con períodos revolventes que presenten un riesgo excesivo (por ejemplo, períodos revolventes de gran longitud).

Bonos con Pagos Pro Rata

En una estructura de pago pro rata, las cobranzas de interés y capital de la cartera de activos se distribuyen de manera proporcional a cada serie, de acuerdo a su saldo vigente. Como ejemplo, en el caso de una estructura preferente/subordinada 90%/10%, 90% de todos los pagos del activo se distribuyen a la serie preferente y 10% a la serie subordinada. Algunas clases de activos determinan que todo el capital no incluido en el calendario de pagos, como los prepagos y el saldo de los préstamos incumplidos más las pérdidas realizadas, se paguen en su totalidad a la serie preferente, mientras que las series subordinadas sólo reciben una parte de las cobranzas de capital programadas. En estas estructuras, las series subordinadas quedan “excluidas” de la recepción de las cobranzas de capital no calendarizadas.

Al desviar todo el capital no calendarizado a la serie preferente, su saldo se reduce más rápido en relación a la serie subordinada, lo que causa que el porcentaje de subordinación aumente. Esta característica de exclusión, que por lo general se fija para varios años, está diseñada para proteger a la serie preferente de las pérdidas provocadas por incumplimientos de activos al final de su vigencia o por selección adversa. El incumplimiento hacia el final del plazo de vigencia puede ocurrir si la transacción entra en un ambiente de estrés durante las últimas etapas de su vida. La selección adversa ocurre cuando el colateral con la mayor calidad crediticia prepaga de manera anticipada y la cartera remanente se encuentra compuesta principalmente por créditos más débiles y más riesgosos.

Bonos con Pago Secuencial

Las estructuras de pago secuencial permiten que los flujos de capital recibidos se destinen a los bonos de manera secuencial, es decir, los bonos más preferentes se pagan primero. Las series también pueden ser divididas en bonos de pago secuencial que se pagan basándose en sus fechas de vencimiento establecidas, de acuerdo a lo cual el bono que vence primero se paga totalmente con lo que le corresponde de los cobros de capital para su tramo hasta que el saldo quede reducido a cero. Es posible que los bonos que comienzan con pagos pro rata cambien a pagos secuenciales al activarse ciertos gatillos, que a menudo se basan en el desempeño del activo subyacente.

Clases *Bullet*

Los bonos con vencimientos bullet reciben pagos de interés en cada período de pago, sin recibir distribuciones periódicas de capital. En su lugar, el capital de los bonos es pagado en una suma total en la fecha de vencimiento esperada, de manera similar a un bono corporativo, o a lo largo de un período de seis a 12 meses antes del vencimiento esperado. A menudo, durante el período en que sólo se paga interés, conocido como período revolvente, las cobranzas recibidas del colateral subyacente se vuelven a invertir en nuevos activos. El período revolvente dura un tiempo predeterminado dependiendo del tipo de activo subyacente (ver también “Períodos Revolventes” más arriba). Las transacciones de SF con períodos revolventes por lo general cuentan con el respaldo de activos rotativos tales como cuentas por

cobrar de tarjetas de crédito, pero también pueden asociarse a créditos automotrices o activos con plazos más largos, como las hipotecas residenciales o préstamos estudiantiles.

En un período específico, a menudo al final del período revolvente, el capital comienza a acumularse en una cuenta o los bonos son pagados siguiendo un calendario de amortizaciones predeterminado. Ciertos acontecimientos, como un marcado deterioro en el desempeño del colateral, pocos prepagos, o la falta de capacidad para volver a invertir y mantener un saldo de activos, pueden ejecutar un evento de amortización acelerada, donde el capital comienza a acumularse o distribuirse antes de la fecha de acumulación o vencimiento esperado.

Para todos los tipos de estructuras financieras, AESA RATINGS aplicará el criterio de flujo de caja para la clase de activo específica. Por ejemplo, el criterio puede especificar escenarios que involucren diferentes velocidades de prepagos, donde un estrés de prepago bajo es aplicado para determinar si un bono corto, con una fecha legal de vencimiento más próxima que la de los activos subyacentes se pagará por completo al momento de su vencimiento. Estrés similares pondrían a prueba la capacidad de las estructuras para acumular suficientes fondos de capital que puedan cubrir los pagos *bullet* en la fecha de vencimiento legal. AESA RATINGS también evalúa si la fecha legal de vencimiento brinda el tiempo necesario para resolver préstamos más allá de la fecha de vencimiento esperada. De manera similar, los bonos pro rata serán sometidos a prueba para evaluar si la mejora crediticia seguirá siendo suficiente en las etapas más avanzadas de una transacción, cuando el portafolio se ha amortizado considerablemente, por lo que pueden surgir problemas de concentración de activos o selección adversa.

Riesgo de Contraparte

Como parte de la evaluación de la estructura financiera, AESA RATINGS analizará cualquier dependencia en contrapartes – como la provisión de derivados, cuentas bancarias, o garantías financieras – ya que éstas representan una exposición crediticia más allá de la cartera bursatilizada / titularizada de activos.

Generalmente, las transacciones de SF que son dependientes de la calidad crediticia de una entidad o de un proveedor de garantía, están ligadas crediticiamente a esas entidades (ante la ausencia de cualquier mitigante estructural).

Declaraciones y Garantías

Las transacciones de SF por lo regular contienen declaraciones y garantías relevantes a la organización de las contrapartes claves de la transacción, el estatus y derecho real de garantía (“*security interest*”) de los activos que serán cedidos, así como los mecanismos de ejecución disponibles para los inversionistas.

Contrapartes claves de la transacción como son el originador, entidad cedente, administrador y administrador de cartera comúnmente declaran y garantizan que están debidamente constituidos y autorizados para firmar los acuerdos correspondientes y realizar los actos ordinarios de su actividad. Declaraciones y garantías con respecto a la titularidad, así como el derecho real de garantía sobre los activos cedidos, creado por los documentos de la transacción, por lo regular son proporcionados por la entidad cedente. AESA RATINGS revisa las declaraciones y garantías incluidas en la transacción y publica en sus comunicaciones de calificación un comparativo con aquellas típicamente observadas en la clase de activo relevante. Cualquier diferencia será resaltada y si existiese omisión de alguna declaración y garantía que tuviere un impacto crediticio será descrita en dicho reporte.

Las transacciones RMBS respaldadas por carteras de hipotecas que contengan declaraciones y garantías de una entidad cedente distinta al originador serán sujetas a un escrutinio adicional con relación a la robustez de las declaraciones y garantías proporcionadas. En estos casos, se buscará obtener un confort adicional, por ejemplo a través de un exhaustivo procedimiento de diligencia legal y revisión de archivos. Mayor detalle será descrito en las comunicaciones de calificación de AESA RATINGS.

Revisión del Originador, Administrador y Administradores de Activos de Inversión

El originador, administrador y el administrador de activos de CDO (*Collateralized Debt Obligation* – Obligación de Deuda Garantizada) pueden afectar el desempeño de los activos y, finalmente, de la transacción de SF. Los equipos de riesgo operacional, de fondos y de administración de activos de AESA RATINGS, o los analistas de calificaciones de activos específicos, revisan los procesos operacionales de cada originador, administrador o administrador de activos de inversión que participan en una transacción de SF calificada por AESA RATINGS. Ya sea que se relacione con un puntaje interno, una opinión, o una calificación pública, la evaluación puede llevar a ajustes en los niveles de pérdida esperada y mejora crediticia del caso base de la transacción; a la aplicación de un techo en la calificación, o bien a que AESA RATINGS prefiera no calificar la transacción.

Revisión del Originador

AESA RATINGS evalúa los riesgos asociados con los productos, programas y lineamientos del originador, incluyendo aquellos riesgos incorporados en prácticas agresivas de originación y controles menos estrictos, puesto que estos activos se encontrarán más propensos a un mal desempeño que aquellos activos originados de acuerdo a lineamientos y controles más estrictos. La revisión tiene por objeto evaluar la posibilidad que el activo de un originador se desempeñe igual, mejor o peor que los activos de otros originadores dentro de su grupo de pares en tiempos de estrés. La propensión a un mejor desempeño (relativo al desempeño esperado para un portafolio con características similares originado por un originador típico) puede verse reflejada en la calidad de los controles y el uso de mejores prácticas. La calidad de las prácticas y los controles también serán de particular importancia en las transacciones revolventes, donde los activos que se originarán en el futuro se venderán a la transacción usando los pagos de capital del portafolio existente (ver también “Períodos Revolventes” más arriba).

Para ciertas clases de activos AESA RATINGS completará la revisión de archivos de un pequeño número de créditos, como parte de la revisión del originador. El propósito de la revisión es proveer un ejemplo de los procesos de originación y suscripción, así como cotejar la información proporcionada en los archivos de datos de la cartera. Dichas revisiones de archivos son normalmente muy limitadas en términos de alcance y tamaño de muestras. Por ejemplo, una revisión puede consistir en que AESA RATINGS seleccione 10 cuentas de préstamos de una lista de aquellos que se espera sean incluidos dentro de la transacción de bursatilización / titularización. AESA RATINGS entonces revisará los archivos físicos y/o electrónicos del originador para las cuentas seleccionadas. Cualquier inconsistencia identificada (por ejemplo, entre archivos físicos y electrónicos, o entre los procesos observados y los descritos) se discutirá con el originador, y se tomará en cuenta para el proceso de análisis, esto último dependiendo de la opinión de AESA RATINGS acerca de la materialidad de dichas inconsistencias.

Los equipos de riesgo operacional o los analistas de las calificaciones revisan los procesos de cada originador, administrador o administrador de activos que participan en una transacción de SF calificada por AESA.

En general, AESA espera que un originador / emisor de SF cuente con experiencia suficiente operando en el mercado relevante y originando el producto que compone su cartera de activos.

En general, AESA RATINGS espera que un originador cuente con suficiente tiempo de operación en el mercado relevante y originando el producto que compone su cartera de activos. AESA RATINGS también espera que el originador entregue datos de desempeño histórico así como datos históricos de severidad de pérdida y recuperación de activos.

Revisión del Administrador

La principal responsabilidad del administrador es cobrar y distribuir los pagos de los activos subyacentes al fideicomiso en beneficio de los inversionistas. En ciertos sectores de SF, los administradores tienen responsabilidades adicionales, tales como el avance de pagos de préstamos en mora y renegociaciones de préstamos. La revisión del administrador y el proceso de calificación se encuentran diseñados para identificar y evaluar la calidad de los procesos de administración de préstamos y manejo de incumplimientos, el cumplimiento con las pautas establecidas, y la estabilidad operacional y financiera. El proceso de calificación del administrador evalúa la estrategia de la compañía para manejar activos en varias jurisdicciones y bajo diversas condiciones, los procedimientos para mantenerse informado respecto a la legislación actual y los métodos para integrar estos cambios a sus procesos de administración. Además, el marco de control interno de un administrador resulta de especial importancia para AESA RATINGS, ya que demuestra su compromiso para mantener adecuadas prácticas.

Es posible que los administradores de RMBS, CMBS y ABS reciban calificaciones públicas de administrador. AESA RATINGS puede tener una opinión específica, incorporando sus criterios para cada tipo de administración. La evaluación de administrador se basa en un conjunto seleccionado de criterios desde los cuales se deriva una opinión. Esta opinión se basa en una revisión de la organización corporativa, la condición financiera, el personal, los procedimientos y las capacidades tecnológicas del administrador. AESA RATINGS puede conducir revisiones de administrador para cada uno de los administradores que participan en una transacción de SF que se califica sin importar si la entidad recibe una calificación pública de administrador de AESA RATINGS.

Revisión del Administrador de Activos de Inversión

Las revisiones y calificaciones de administrador de activos CDO permiten evaluar lo adecuado que resulta un administrador de activos para transacciones CDO específicas, así como el nivel de ajustes, si es necesario, a los niveles esperados de incumplimiento, pérdida, o valor de mercado en las nuevas y actuales emisiones de CDO calificadas por AESA RATINGS. Las revisiones de AESA RATINGS para administradores de activos CDO incluyen el uso de medidas cualitativas y cuantitativas para evaluar al administrador de activos basándose en el tipo de activo que manejan – préstamos apalancados, SF (ABS), empresas con grado de inversión, bonos de alto rendimiento, bonos/préstamos de mercados emergentes, bienes raíces comerciales (préstamos y valores), o finanzas públicas (préstamos y valores). Para todos los CDO que califica, AESA RATINGS puede revisar el administrador de activos CDO de acuerdo con su criterio.

Otras Consideraciones

Calificaciones de probabilidad de reclamo para *Credit Default Swaps*

Las calificaciones de probabilidad de reclamo para *Credit Default Swaps* (CDS) en lugar de proporcionar una opinión con relación a la probabilidad de pago de la obligación calificada, reflejan la probabilidad de que el comprador de protección presente una reclamación para un CDS no fondeado. El análisis involucra la determinación de las expectativas estresadas de

El marco de control interno de un administrador resulta de especial importancia para el análisis de AESA, puesto que demuestra el compromiso del administrador para mantener prácticas operacionales adecuadas.

pérdida asociadas a la calificación pertinente, lo cual permite que se pueda asociar una opinión crediticia al CDS basado en el nivel en el que se cubre la pérdida asociado a dicha calificación.

La calificación también refleja la probabilidad de que la prima del swap sea pagada durante el período de la protección del crédito. Las calificaciones son asignadas utilizando la escala de calificación de “largo plazo” (*long term rating*) para reflejar la vulnerabilidad relativa a la que el CDS se encuentra ante un escenario en el que se presente una reclamación y la prima no haya sido pagada por el comprador de la protección.

Una calificación de probabilidad de reclamo expresa una opinión exclusivamente en relación a la probabilidad de que se realice una reclamación. En particular, no se trata de una calificación del proveedor del CDS como contraparte de dicho instrumento, tampoco refleja la capacidad financiera de pago de la reclamación de dicha entidad una vez que ésta haya sido presentada.

Decisiones de los inversionistas

AESA RATINGS considera el plazo final legal de la transacción como parte de su análisis de calificación. Como resultado, AESA RATINGS asume que los inversionistas actuarán de manera racional, y que no ejercerán opciones o derechos que causen un incumplimiento de pago o pérdida en un bono calificado por AESA RATINGS, cuya calificación refleje que la transacción puede continuar pagando hasta el plazo final sin resultar en una pérdida o impago. Ejemplos de esta situación incluyen opciones de los tenedores del bono para liquidar el colateral o recibir instrumentos alternativos en lugar de efectivo después de alcanzar un acuerdo. De manera similar, si ocurriese un incumplimiento en el pago del bono que resultara en el derecho de los tenedores del bono de reclamar un pago anticipado de las notas, pero la calificación de AESA RATINGS reflejara que el bono puede continuar pagando hasta el plazo final sin resultar en una pérdida, AESA RATINGS asumirá como parte de su análisis que dicho derecho no será ejercido.

No obstante lo anterior, puede haber casos en los que los inversores voten para ejercer la opción de redimir todas las notas que posteriormente generarán una pérdida en el valor nominal de éstas. Esto puede ocurrir, por ejemplo, donde las notas fueron compradas por los inversores con un descuento a la par y donde ejerciendo la opción no resulta en una pérdida económica. En estas circunstancias, al evaluar el impacto en la calificación, AESA RATINGS aplicará los principios de canje de deuda forzoso (CDF) para determinar si un incumplimiento ha ocurrido.

Para aquellos casos en el que el ejercicio de derechos u opciones afectando a las clases subordinadas es a discreción de los tenedores de las notas *senior*, AESA RATINGS valorará el posible impacto y reflejará el resultado en la calificación asignada a las clases subordinadas. De manera similar, en aquellos casos en los que ocurran cambios a la prelación de pagos como resultado de un evento de incumplimiento o pago anticipado de las notas, en ese momento AESA RATINGS considerará este posible impacto como parte de su análisis de calificación ya que esto podría beneficiar a los tenedores de la clase “controladora” sobre los tenedores de los bonos de las otras clases.

Finalmente, para aquellas transacciones en las que haya ocurrido un evento de incumplimiento, el cual siga sin ser remediado, la transacción estará sujeta a un tope en la calificación, reflejando la posible incertidumbre y volatilidad en el desempeño futuro de la transacción.

Términos y Condiciones Legales

Las calificaciones de los instrumentos SF de AESA RATINGS suelen abordar la probabilidad de recibir pagos de conformidad con los términos y condiciones de los instrumentos asociados, tal como se describe en los documentos de la transacción.

Seguimiento

Una vez que AESA RATINGS califica una transacción de SF y las calificaciones no son puntualmente de un momento particular en el tiempo, la transacción estará sujeta a un seguimiento continuo. De los cinco factores principales descritos en este reporte, la calidad del activo, la mejora crediticia y la calidad del originador y del administrador a menudo evolucionan durante la vida de una transacción. En contraste, el aislamiento del activo, las estructuras legal y financiera usualmente son estables y son afectadas solo por eventos específicos.

Con respecto a la calidad del activo, a la mejora crediticia y a la calidad del originador y del administrador, AESA RATINGS monitorea el desempeño de sus transacciones calificadas usando la información de desempeño del activo y remisiones de efectivo proporcionada por los administradores y fiduciarios, así como cualquier otra información relevante. El proceso de seguimiento implica varias funciones cualitativas y cuantitativas para evaluar el desempeño de las series calificadas, incluyendo el monitoreo de los indicadores de desempeño a nivel de cartera, comparando el nivel actual de mejora crediticia con las proyecciones o los supuestos sometidos a estrés, evaluando el impacto de los cambios en el mercado sobre el desempeño de las transacciones, y el análisis a nivel de préstamo.

Las transacciones son revisadas usando el último reporte de remesas y cualquier otra información relevante disponible.

Las calificaciones se revisan durante el año por un comité de calificación. Si una acción de calificación parece ser justificada por razones como el desempeño de la transacción reportado, la Perspectiva (“*Outlook*”) de AESA RATINGS sobre el desempeño del activo o la ocurrencia de un evento de crédito, una revisión de comité será llevada a cabo prontamente. Algunas transacciones se ven afectadas con mayor frecuencia por acciones de calificación, particularmente si el desempeño del activo subyacente muestra un rápido deterioro.

Los eventos de crédito son sucesos discretos que pueden afectar el análisis crediticio de ciertas transacciones. Ejemplos de eventos de crédito incluyen: una reducción en la calificación de una contraparte; un cambio en el marco legal; una modificación a los documentos de la transacción; o cualquier otro evento que tenga un impacto crediticio material. AESA RATINGS, al observar o ser notificado de cualquiera de tales eventos, considerará el grado en el que el análisis de calificación puede ser impactado.

Con respecto a los posibles eventos materiales, AESA RATINGS llevará a cabo discusiones de crédito con respecto al caso en cuestión. En la medida en se espere que el evento no tenga un impacto en las calificaciones, AESA RATINGS puede publicar un comentario con una descripción del evento, las calificaciones relevantes y los fundamentos detrás del análisis de AESA RATINGS. Si se espera que un evento tenga un impacto en calificaciones, se convocará a comités de calificación para las transacciones afectadas con la finalidad de determinar el alcance de dicho impacto. Las acciones de calificación resultantes se publicarán en un comentario de acción de calificación.

Investigación Razonable

Al emitir y mantener sus calificaciones, AESA RATINGS confía en la información objetiva que recibe de emisores y suscriptores, y de varias fuentes de terceros que AESA RATINGS cree

son creíbles. AESA RATINGS conduce una investigación razonable de la información objetiva en la cual se basa, de acuerdo a sus criterios de calificación, y obtiene una verificación razonable de tal información de fuentes independientes (en la medida que tales fuentes estén disponibles para un determinado título o para una jurisdicción dada).

Anexo 1: Vehículos de Propósito Especial en Transacciones de SF

Análisis de Quiebra Remota de SPVs

Este apéndice describe las expectativas de AESA RATINGS respecto a las características de quiebra remota de SPVs utilizados en las transacciones de SF. El análisis de la calificadora del SPV se enfoca principalmente en el grado en que los activos hayan sido aislados del riesgo crediticio corporativo del originador y/o propietario del SPV y otros afiliados. Los medios para lograr esto pueden variar entre las distintas jurisdicciones, clases de activos y estructuras.

El análisis de AESA RATINGS usará los principios detallados a continuación para determinar el beneficio que un determinado SPV proporciona a una transacción. Siguiendo estos principios, el análisis considerará el rol que cada SPV juega en una transacción dada - si el SPV es el emisor, el prestatario, un intermediario u otro.

Puntos Claves

Los siguientes son los puntos claves a considerar con respecto al análisis de AESA RATINGS de un SPV.

Lejanía de la Quiebra del SPV

Con la finalidad de determinar qué tan remoto es el evento de quiebra del SPV, se analizarán las provisiones de recurso limitado y restricción de no solicitar ante una corte la bancarrota del SPV ("restricción de solicitud de bancarrota"), se espera contar con restricciones adicionales del SPV como aquellas relacionadas a las actividades que puede desempeñar, nuevos pasivos en los que puede incurrir, nuevos acreedores que puede crear y restricciones de separación (ver Formación del SPV, Limitaciones en Actividades, y Estipulaciones de Recurso Limitado y Restricción de Solicitud de Bancarrota a continuación).

Aislamiento de los Activos

Típicamente, por medio de una venta cierta al SPV (ver Aislamiento de Activos Financiados a continuación).

Apoyo Legal Robusto

Las opiniones deben proporcionar tranquilidad y comentar en los fundamentos del SPV tales como la validez de la formación del SPV, las limitaciones en sus obligaciones fiscales y otros pasivos, y la exigibilidad de los documentos de la transacción en que el SPV sea una de las partes (véase Opinión Legal a continuación).

Clara Asignación del Flujo de Caja

Los documentos de la transacción deben establecer claramente las prioridades de los tenedores de bonos y de las otras partes de la transacción y no deben estar abiertos a interpretaciones erróneas (ver Prelación de Pagos a continuación).

Capacidad Operacional

Responsabilidades de las contrapartes operativas claves del SPV, incluyendo al fiduciario de la nota y/o de la garantía, deben estar claramente definidos en los documentos de la transacción (ver Capacidad Operacional a continuación).

SPVs en Finanzas Estructuradas

Transacciones de finanzas estructuradas se basan en el concepto de quiebra remota de un SPV para aumentar la probabilidad de separación del SPV de su matriz y otras filiales, y la separación de los activos del originador y cualquier parte relacionada, en caso de insolvencia de cualquiera de dichas entidades. Las referencias a SPVs en este documento deben entenderse en el sentido de una entidad de quiebra remota y no deberán interpretados en relación a ninguna referencia contable. La característica principal que distingue a una transacción de financiamiento estructurado de un crédito corporativo es el aislamiento estructural, o "desvinculación", de un conjunto subyacente de activos del riesgo de crédito corporativo del propietario u "originador" de esos activos. Esto se consigue normalmente en finanzas estructuradas por la venta de un portafolio de activos específico e identificable del originador a un SPV para que ni los activos, ni sus importes procedentes de la realización, estén disponibles para su distribución como parte de la masa de la insolvencia del originador.

La separación de un conjunto de activos subyacentes del riesgo de crédito corporativo del autor se ve reforzada por el uso de un SPV. Restricciones legales y/o contractuales impuestas en un SPV limitan las actividades comerciales que se le permite realizar. A diferencia de los cedentes o titulares de la cartera de activos subyacentes siendo titularizados, los SPVs en finanzas estructuradas no están destinados a ser negocios operativos. Como su nombre lo indica, se establecen normalmente para los propósitos y operaciones específicas y limitadas.

Cuando un SPV ha sido restringido en sus actividades comerciales y por lo tanto no tiene historial de crédito, esto mejora la probabilidad que el vehículo cumpla con el propósito para el que fue creado para una transacción de finanzas estructuradas, ya que reduce el riesgo que sus acreedores tomen cualquier acción de iniciación de un proceso de bancarrota o liquidación en su contra.

Se espera que los acreedores de una transacción de SF, como parte de sus acuerdos contractuales, convengan en limitar sus derechos de ejecución con respecto al portafolio de activos que pertenecen al SPV y que respaldan la transacción. Dichos acreedores deberán acordar en el orden específico de distribución del ingreso (prelación de pagos) proveniente de los activos subyacentes incluyendo la posible liquidación de dichos activos.

El documento de formación del SPV, los documentos relativos a una transacción en particular, y las opiniones legales asociadas a dicha transacción son los principales documentos revisados por AESA RATINGS al evaluar la magnitud de la separación de los activos del riesgo de insolvencia del originador, y otros afiliados, así como los beneficios de incorporar un SPV como parte de la estructura. AESA RATINGS espera que todos los asuntos legales sean abordados a través de dictámenes satisfactorios en todas las jurisdicciones pertinentes.

Si el SPV tiene las características de mitigación de riesgos descritos en este informe, AESA RATINGS podría considerar que el SPV tiene un riesgo significativamente más remoto de insolvencia en comparación con una empresa operativa; sin embargo, esto no significa que el SPV sea "a prueba de insolvencia". Cuando no se cumplan las disposiciones antes mencionadas, AESA RATINGS evaluará si, a pesar de ello, el SPV representa una reducción significativa del riesgo de insolvencia. AESA RATINGS podría decidir considerar el riesgo de la transacción como aislada del riesgo crediticio de otras partes cuando las desviaciones a los criterios descritos en este documento no sean materiales. Por otra parte, AESA RATINGS podría decidir que algunas características del SPV limitarán la calificación máxima alcanzable, o que la estructura legal es débil concluyendo que la transacción no es calificable.

Se pueden hacer excepciones específicas a los principios contenidos en este informe. Estos serán descritos en los comentarios específicos de acciones de calificación de AESA RATINGS, informes de pre-venta y/o informes de nuevas emisiones. Además, excepciones generales se pueden hacer para una clase de activos o jurisdicción, las cuales se comunicarán a través de criterios publicados.

El establecimiento y operación exitosa de un SPV es fundamental para cualquier operación de titularización. Si el apoyo legal para los supuestos de AESA RATINGS en relación con un SPV (ya sea en relación con la creación, la formación u otro) que se encuentra en las opiniones de la transacción es posteriormente cuestionado y considerado inválido, esto podría tener un impacto negativo significativo en cualquier calificación vigente. Tal acción de baja de calificación puede ser de múltiples categorías dado que la eficacia de un SPV es fundamental para la posición de crédito de una transacción de finanzas estructuradas.

Aspectos Claves y Mitigantes

Formación de un SPV

Tipo de Vehículo

AESA RATINGS considera transacciones con SPVs constituidos bajo una gran variedad de formas legales. La forma legal de organización del SPV será elegida por las partes de la transacción, con base a las opciones disponibles en la jurisdicción seleccionada para la creación del SPV. El SPV se registrará por las leyes locales de tal jurisdicción.

Normalmente, un SPV en una transacción de financiamiento estructurado es una empresa de responsabilidad limitada, un fideicomiso, una sociedad de responsabilidad limitada u otra forma de persona jurídica (según la ley local en el lugar de establecimiento).

La forma legal de la organización no es necesariamente un factor determinante en la determinación del grado de riesgo por parte de AESA RATINGS. Esto está determinado por la revisión de las características del SPV en el contexto de la estructura general de la transacción, el impacto de los regímenes legales y fiscales en las jurisdicciones pertinentes y el propósito y función del SPV en la transacción de financiamiento estructurado (emisor, prestatario, etc.).

Historia Operacional

Un SPV recién formado, creado para la operación de una bursatilización / titularización específica, por definición, no puede ser gravado por ningún historial de operación anterior. Un SPV recién creado tiene la ventaja de una historia de operación limitada y conocida con pocos acreedores y pasivos al inicio de la transacción. Por esta razón, un nuevo vehículo puede tener un riesgo de insolvencia reducido. Por lo tanto, los acreedores involucrados en la transacción propuesta pueden - al aceptar restricciones a sus derechos individuales para solicitar la quiebra o cualquier acción de recupero en contra el SPV o de sus activos - definir en gran medida el grado de riesgo de insolvencia del SPV (ver Estipulaciones de Recurso Limitado y Restricción de Solicitud de Bancarrota bajo la sección Factores de Mitigación a continuación). Sin embargo, el riesgo de insolvencia también se ve influenciado por factores fuera de la estructura de titularización, como el régimen legal aplicable y su interpretación, y no puede ser definido exclusivamente por los acuerdos contractuales entre los acreedores.

Un SPV que no sea de reciente creación puede obtener los mismos beneficios para la transacción como un SPV que está recién formado si se han incluido las disposiciones estructurales y contractuales adecuadas para reducir o eliminar los efectos de transacciones existentes en el vehículo. Si un SPV no es de reciente creación, AESA RATINGS típicamente

SPVs existentes pueden alcanzar los mismos objetivos para una transacción de SF que SPVs recién formados.

solicitará evidencia suficiente que soporte el argumento que dicho SPV puede ser utilizado en una transacción de SF. Para SPVs que no sean de reciente creación, las consideraciones pertinentes incluyen:

- Información histórica sobre la naturaleza y el alcance de las operaciones de negocio del SPV;
- El monto de los pasivos actuales y contingentes, así como la identidad de sus acreedores actuales y potenciales (incluyendo cualquier pasivo actual o contingente del SPV que haya surgido o pueda surgir a causa del grupo al que pertenece el SPV);
- Cualquier impuesto material, litigios y/u otros pasivos; y
- Cualquier información sobre la manera en que el SPV ha operado históricamente, que pueda mitigar alguno de los temas antes mencionados.

AESA revisará una amplia gama de factores para determinar si un SPV puede ser descrito como de existencia separada.

Existencia Separada

AESA RATINGS considerará no sólo si un SPV tiene una existencia legal independiente, sino también si tiene una existencia independiente en relación con, por ejemplo, el mantenimiento de sus propias cuentas, libros y registros, asesores, lugar de negocio, activos y fondos. La calificadora también tendrá en cuenta si el SPV tiene la capacidad de funcionar de manera independiente del propietario del SPV y cualquier otro afiliado. En algunas jurisdicciones, asuntos como la gestión y control de los accionistas también será un factor en esta evaluación. Ningún factor es de por sí suficiente para determinar si el SPV tiene una existencia separada. Por ejemplo, la presencia de una administración o directores independientes no garantiza que el SPV no puede convertirse en una entidad en quiebra ante una declaración de bancarrota de otra entidad relacionada. En consecuencia, al momento de tomar una decisión, AESA RATINGS tomará en cuenta una amplia gama de factores considerados relevantes para soportar la existencia separada del SPV en la jurisdicción pertinente.

Si el SPV no puede ser considerado que exista independientemente de todas las otras partes - por ejemplo, su matriz o una filial - AESA RATINGS puede decidir que ningún instrumento emitido por el SPV puede alcanzar una calificación más alta que la calificación de la entidad que el SPV depende.

Estructura Huérfana

Los SPVs pueden ser “huérfanos”, esto quiere decir, que la titularidad real o usufructuaria de los activos subyacentes o del SPV no le pertenece al originador de los activos titularizados. En estos casos, la titularidad usufructuaria del SPV será mantenida en un Fideicomiso de beneficencia mantenido por el dueño inmediato legal, el cual por lo regular es una compañía especializada en la administración de dichos vehículos que realiza sus actividades de administración a cambio de una cuota.

SPVs de Múltiples Emisiones

A veces, un patrocinador preferirá utilizar un vehículo multi-emisión (en lugar de una sola emisión). Cuando este es el caso, AESA RATINGS revisará la estructura y los documentos para determinar si el SPV multi-emisión proporciona sustancialmente la misma protección a los inversionistas en sus emisiones individuales, dado que los inversionistas podrían esperar invertir en los mismos activos a través de un SPV de emisión única. Algunas cuestiones que AESA RATINGS examinará incluyen lo siguiente:

- Si hay segregación legal efectiva (o compartimentación) de un portafolio de activos particular y sus flujos de caja para el grupo de acreedores de la transacción de cada serie emitida, y si existe algún riesgo de obligación de una serie (o compartimento), correspondiente a los activos de otra serie (o compartimento). Esto incluye, si cualquiera de las partes involucradas en más de una serie de emisión del mismo multi-emisor puede pedir compensación de sus obligaciones para una serie (o compartimento), con los ingresos de una serie diferente (o compartimento).
- La eficacia con que la segregación de los activos y pasivos se ha incorporado en la estructura para asegurar que ninguna serie existente (o compartimento) pueda ser perjudicada o menoscabada por las condiciones de emisión de cualquier otra serie (o compartimento).
- Cómo la estructura asigna la responsabilidad de los pasivos de terceros (por ejemplo, impuestos y tarifas de administración y asesorías incurridos por el SPV multi-emisor).
- Si la estructura presenta estipulaciones separadas para la exigibilidad del título para las emisiones individuales así como el impacto que esto pueda tener en otras series (o compartimento).
- Los procedimientos de operación establecidos para separar los flujos de caja de los activos y mitigar el riesgo de confusión o fungibilidad de fondos respecto de las diferentes series emitidas.

En algunos casos podría darse legislación específica para la separación legal de los activos y pasivos en relación con emisiones de series individuales en un vehículo multi-emisión. En otros casos, la separación legal se realiza por contrato y/o ley de fideicomiso. En cada caso, AESA RATINGS revisará la eficacia de los mecanismos utilizados para lograr la separación legal de los activos y pasivos en relación con las diferentes emisiones de la serie en una estructura. El documento de la transacción, incluidas las opiniones legales, son claves para la revisión de AESA RATINGS.

Pueden existir razones fiscales, comerciales, estructurales o legales por las que un SPV no sea huérfano. Por ejemplo, este es el caso cuando existen uno o más SPVs intermediarios por los cuales la emisión de los bonos y los flujos de caja pasan. En este caso, AESA RATINGS analizará las protecciones y cualquier otro aspecto que pueda comprometer la separación del SPV de su matriz o patrocinador.

Puede existir riesgos adicionales por el uso de un SPV no huérfano en aquellos casos en los que el SPV es parte de un grupo de compañías. Tal es caso de exposición del SPV a obligaciones fiscales o de pensiones de los empleados del grupo, o el riesgo existente en algunas jurisdicciones que la corte pueda exigir la consolidación de los activos del SPV con los de la matriz en caso de insolvencia de la compañía madre. Para aquellas jurisdicciones en los que exista el riesgo de consolidación, AESA RATINGS espera recibir una opinión legal

indicando que el SPV no será sustancialmente consolidado con la matriz operativa en caso de que ocurra un evento de bancarrota de su compañía madre.

Un SPV no huérfano puede lograr los mismos beneficios que un SPV huérfano si se encuentran presentes los mitigantes correspondientes (tales como control de los tenedores del bono y estipulaciones sólidas en relación a la separación de los activos) y éstos son respetados.

Jurisdicción

La elección de la jurisdicción para el SPV puede estar influenciada por muchos factores, no todos relacionados con la mitigación del riesgo de insolvencia.

Consideraciones de impuestos en la forma de posibles obligaciones y potenciales beneficios para el SPV, o en relación con los pagos recibidos de los activos subyacentes, a menudo pueden ser elementos importantes que afectan a la elección de la jurisdicción por las partes de la transacción para el establecimiento de un SPV. Si cualquier SPV en la estructura está expuesto a obligaciones tributarias en la jurisdicción de su creación, o si los impuestos se impondrá para reducir los flujos de caja o de otros ingresos o ingresos disponibles desde los activos subyacentes, tendrá un impacto consiguiente en la capacidad de un SPV emisor para servir la deuda calificada.

Jurisdicciones con ningún impuesto o impuestos bajos se eligen a menudo como el lugar para establecer el SPV para mitigar el riesgo impositivo. Sin embargo, en los casos en los que por otras razones resulta beneficioso establecer el SPV en una jurisdicción, pero que resultan en una exposición del SPV a obligaciones impositivas potenciales, AESA RATINGS esperará recibir información sobre la naturaleza e importe de dichas obligaciones tributarias que pueden imponerse, cómo se calculan estas obligaciones y cualquier consideración estructural que pueda neutralizar o mitigar su impacto. AESA RATINGS evaluará el impacto de cualquier posible obligación impositiva sobre la transacción como parte del análisis de flujo de caja (basado en gran medida en las opiniones legales - incluyendo impuestos).

Opinión Legal

Además de las otras opiniones legales discutidas en este informe, AESA RATINGS espera recibir para su revisión, opiniones legales emitidas por los abogados de la transacción en la jurisdicción donde se formó el SPV.

Por lo general, la opinión legal confirmará entre otras cosas:

- La debida incorporación (o establecimiento), existencia y (cuando tal concepto es legalmente relevante) pleno derecho del SPV;
- El poder, la capacidad y la autoridad del SPV para participar y desempeñar sus obligaciones en virtud de los documentos de la transacción de la cual es parte (bajo cualquier ley aplicable);
- Los documentos de la transacción, para los cuales el SPV es parte, son legales, válidos, obligatorios y exigibles bajo la ley correspondiente que rige dichos documentos.
- Cualquier requerimiento o consecuencia local legal, regulatorio o impositivo que afecte el SPV.
- Todas las licencias, permisos, autorizaciones, etc., han sido obtenidas y son válidas, y

- La exigibilidad de los documentos de la transacción no requerirá la participación de ninguna otra parte en el país de constitución del emisor.

AESA RATINGS asume que la estructura soportará un evento de insolvencia del SPV y que cualquier derecho obtenido como parte de la titularización será ejecutable en contra de terceras partes. Si la insolvencia del SPV tuviera un impacto en cualquier aspecto de la transacción (incluyendo, pero sin limitación a la garantía), AESA RATINGS podría solicitar un análisis legal adicional de este impacto para ser incorporado en su análisis.

Limitaciones en Actividades

AESA RATINGS espera que existan restricciones en la transacción que preserven la independencia futura del SPV. También se espera que estas restricciones limiten el negocio que el SPV podrá realizar sólo a lo que es necesario para el cumplimiento de sus obligaciones en virtud de los documentos de la transacción. Esto reduce el riesgo de creación de nuevos pasivos y acreedores, lo que podría tener un impacto adverso en la operación o la solvencia o quiebra remota del SPV. AESA RATINGS espera que estas restricciones se mantengan durante la vigencia de la operación.

Dependiendo de la normativa y la legislación, las restricciones a las actividades y transacciones de negocio del SPV pueden ser arraigadas a través de los documentos que forman el SPV y/o a través de las restricciones contractuales en los documentos de la transacción y, de manera óptima, las dos cosas. AESA RATINGS esperaría que típicamente tales restricciones incluyan:

- prohibición de cambio de propiedad, reorganización u otras acciones;
- cláusulas para mantener una existencia de negocio separada;
- capacidad limitada para modificar los documentos constitutivos;
- restricciones a las transacciones de activos (más allá de las necesarias para el SPV para celebrar y cumplir con sus obligaciones en virtud de los documentos de la transacción de financiamiento estructurado pertinente);
- poderes y objetivos definidos estrictamente (esos necesarios para que el SPV celebre y cumpla con sus obligaciones en virtud de los documentos de la transacción de financiamiento estructurado);
- restringidos poderes de los directores;
- restricciones con respecto al otorgamiento adicional de préstamos, captación financiera, garantías, o cesión de garantías u otros aspectos similares (salvo en casos excepcionales en los que la deuda subordinada y los acreedores subordinados han acordado en encontrarse subordinados en la prelación de pagos del financiamiento estructurado existente).
- sin negocio operativo;
- sin empleados; y
- sin confusión o fungibilidad de activos con otras partes.

Otras limitaciones, además de las anteriores, se pueden incluir en algunas estructuras. AESA RATINGS siempre revisará las limitaciones aplicables en su totalidad.

Estipulaciones de Recurso Limitado y Restricción de Solicitud de Bancarrota

Dado que todos los acreedores de una transacción de SF son conocidos e identificables (tenedores de los bonos, fideicomisario, proveedores de liquidez, contraparte del swap y otras contrapartes contractuales del SPV), éstos pueden (sujeto a cualquier restricción legal aplicable) acordar contractualmente en los documentos de la transacción el limitar sus derechos individuales legales de comenzar un proceso de bancarrota o liquidación del SPV o sus activos.

Comúnmente las limitaciones a las que los acreedores de transacciones de SF se encuentran sujetos, se describen en las provisiones de recurso limitado y restricción de solicitud de bancarrota en los documentos de creación del SPV, así como en los documentos de la transacción. Al acordar que su deuda garantizada es de recurso limitado, los acreedores de la transacción se comprometen a tener recurso solamente en contra de los activos del SPV para el pago de las cantidades adeudadas. Bajo la provisión de restricción de solicitud de bancarrota, los acreedores de la transacción renuncian a su derecho de demandar al SPV individualmente y acuerdan no iniciar una "solicitud" a la corte para comenzar el proceso de bancarrota u otro proceso de insolvencia por el adeudo de las cantidades adeudadas al acreedor. En ciertas jurisdicciones, puede ocurrir que la restricción ilimitada del derecho del acreedor de comenzar dichas acciones en contra del SPV no sea ejercible. En dichas circunstancias, es común que los acreedores acuerden en una restricción por la duración del período aplicable de "sospecha" más un día después de la fecha en la que la deuda debería ser liquidada.

AESA RATINGS espera que los acreedores de la transacción acuerden las restricciones de recurso limitado y de solicitud de bancarrota; la calificadora espera recibir opiniones legales satisfactorias de la jurisdicción pertinente confirmando su exigibilidad. En aquellos casos para los que la estructura no incluya restricciones de recurso limitado y / o de solicitud de bancarrota, o que dichas restricciones se encuentren sujetas a condiciones adicionales, AESA RATINGS espera recibir información justificando esta situación (incluyendo los respectivos mitigantes estructurales). Esto permitirá que la calificadora pueda determinar los riesgos asociados al SPV y como consecuencia, determinar si la transacción de SF se beneficia de restricciones de recurso limitado y petición de bancarrota.

Las transacciones de SF por lo regular cuentan con un fiduciario de garantía que posee y tiene derecho de ejecutar la garantía para beneficio de los tenedores de los bonos, esto con la finalidad de delimitar aún más el riesgo al que los acreedores de la transacción podrían enfrentarse (a pesar de la existencia de restricciones de recurso limitado y solicitud de bancarrota) resultando en una acción por parte de ellos para obtener el pago de sus reclamaciones aseguradas.

Prioridad de Pagos

Teniendo un universo conocido de acreedores en la transacción significa que estos acreedores pueden acordar prioridades claras en relación con el pago de sus deudas mediante la asignación de los flujos de caja y otros ingresos procedentes de los activos, de acuerdo a una distribución predefinida (o cascada). AESA RATINGS examinará estas disposiciones y las opiniones legales con respecto a las mismas, para confirmar que reducen la incertidumbre de los resultados y establecen eficazmente las prioridades de los tenedores de bonos y otras partes de transacción, tanto antes como después de la ocurrencia de un *default* (incumplimiento).

AESA analiza las opiniones legales y otros documentos relevantes para determinar si los activos del SPV se encuentran aislados del riesgo de cualquier contraparte.

AESA RATINGS también revisará la prelación de pagos acordada con otros acreedores del SPV (tales como las autoridades tributarias) que no son parte de la transacción y que por lo consiguiente no se encuentran limitadas por las restricciones de recurso limitado y solicitud de bancarrota pero que son obligatorias por ley.

Aislamiento de los Activos Financiados

El objetivo de las transacciones de finanzas estructuradas es permitir a los tenedores de bonos beneficiarse de un grupo específico de activos al desvincular esos activos y sus derechos asociados del riesgo de crédito del originador, o cualquier otro afiliado.

El aislamiento de los activos financiados sirve para identificar los activos que respaldan los reclamos de los Bonistas, para protegerlos de los reclamos de los demás y para mejorar el control de los flujos de caja. La separación efectiva de los activos de todas las demás entidades es fundamental en este sentido.

AESA RATINGS espera que las transacciones de finanzas estructuradas estén estructuradas para lograr tal aislamiento y la calificadora, como parte de su análisis, realizará una evaluación de la eficacia de los mecanismos propuestos para lograrlo.

Los mecanismos exactos pueden variar dependiendo de la jurisdicción correspondiente y de los objetivos del patrocinador de la transacción. AESA RATINGS ha visto varios mecanismos de aislamiento. Un mecanismo establecido es por medio de la venta de los activos subyacentes al SPV (una venta real), cuyo objetivo es dar cumplimiento a la transferencia de la titularidad de una manera que vence al máximo la capacidad del emisor (o cualquier acreedor, o el funcionario designado para la insolvencia, el originador) para anular la venta y recuperar parte de los activos vendidos. Cómo se logra la transferencia a un SPV de la titularidad de los activos dependerá de la naturaleza del activo, su ubicación, la ley que rige el activo y la ley que regula la venta.

Cuando el título de beneficiario, antes que el título legal de los activos, es transferido al inicio de una transacción, AESA RATINGS esperará que la estructura incluya mecanismos de perfección apropiados para completar la transferencia de la titularidad legal del SPV en un punto de tiempo suficiente antes de la ejecución. Esto suele ocurrir en las jurisdicciones en que los activos que se transfieren están en la forma de deuda y los requisitos previstos en la legislación vigente para la transferencia legal eficaz al SPV incluyen la notificación por escrito al deudor u obligado. En estas circunstancias, el originador podría no encontrar práctico (o deseable) al inicio de la operación dar el aviso requerido a sus deudores subyacentes para efectuar una transferencia legal de los activos.

Alternativamente, el aislamiento de los activos se encuentra en algunas transacciones logradas a través de un SPV que intermedia la adquisición de los activos, que a su vez es financiado por un préstamo garantizado de otro SPV (que a su vez emite títulos para financiar el préstamo).

Independientemente del mecanismo o estructura utilizada, AESA RATINGS evalúa el grado en que los activos se han aislado de los cedentes y parte controladora del SPV. Los supuestos de análisis de AESA RATINGS dependerán en gran medida de las opiniones legales de la transacción. AESA RATINGS espera que estas opiniones legales hagan frente a los riesgos en la jurisdicción correspondiente(s) que ante una insolvencia del originador de los activos, o de cualquier otro cedente, resultará en que los activos volverán a la masa de insolvencia de dicha entidad.

Capacidad Operacional

AESA RATINGS espera que el SPV tenga suficiente apoyo de las contrapartes operativas, en particular del fiduciario de la nota y/o de la garantía, para que pueda funcionar en el día a día y sobre todo en una crisis. La calificadora espera que las responsabilidades de las contrapartes operativas estén definidas claramente en la documentación de la transacción y que las contrapartes tengan el poder para poder abordar con eficacia los problemas que puedan surgir, minimizando el riesgo de interrupción de transacciones.

Otras Amenazas Potenciales del SPV

Opiniones impositivas, legales y otras opiniones de la transacción relacionadas con el SPV se examinarán para ver los riesgos que afecten a los flujos de caja o a los derechos de los tenedores de bonos. A diferencia de las empresas operativas, los SPVs están restringidos por su formación y documentos de la transacción y no tienen la capacidad de pedir prestado o recaudar capital para remediar los déficits de flujo de caja, o de activos, de problemas estructurales de la transacción. Por estas razones, AESA RATINGS no espera que el SPV sea vulnerable a una serie de riesgos, entre ellos:

- re-caracterización de las transferencias de activos;
- obligaciones impositivas (incluyendo el impuesto de sociedades, impuesto al valor agregado, impuesto de timbre o impuesto de transferencia en ejecución de las garantías);
- pasivos de pensiones (o de otras obligaciones relacionadas con los empleados), pasivos por impuestos o riesgo de insolvencia perteneciente a un grupo (por lo general del originador);
- subcapitalización u otros riesgos relacionados con la contabilidad;
- pérdida de la prioridad sobre la garantía de los tenedores de bonos;
- falta de disponibilidad de liquidez prevista en la transacción; y
- obligaciones o pasivos vinculados con activos que requieren gastos de capital (como el riesgo ambiental).

Cuando existen tales riesgos, AESA RATINGS examina las características de mitigación para evaluar el impacto de esas características atenuantes en el análisis de la calificación.

Cuestiones No Contempladas en la Calificación

La incorporación de un SPV en la transacción presenta varias ventajas para las transacciones de SF. Sin embargo, siempre existen riesgos adicionales que son difíciles de analizar, tales como el riesgo de iniciar un proceso legal complicado y extenuante, un posible cambio en el régimen legal o fiscal, o fraude. Situaciones como las antes mencionadas no se encuentran incorporadas en el análisis del SPV por parte de AESA RATINGS, ni en su calificación correspondiente. Si existiesen cambios en el régimen legal o tributario que son claramente identificados al momento de asignar una calificación, podrían ser analizados caso por caso.

Calificaciones Crediticias del SPV

Podría darse el caso en que se solicite a AESA RATINGS asignar calificaciones crediticias específicamente al SPV, es decir, el equivalente a una calificación de probabilidad de

incumplimiento del emisor (*Issuer Default Rating – IDR*) para el SPV, contrario a las calificaciones asignadas a los títulos emitidos por el SPV.

AESA RATINGS no asigna calificaciones a SPVs en finanzas estructuradas. Esto es debido a que el SPV no posee una condición económica real por sí solo, sus activos se encuentran segregados, y no conduce otra actividad más allá de su participación en la transacción de SF, aunado a que se encuentra restringido para asumir pasivos adicionales a los de la emisión de los bonos que forman parte de la transacción de SF (aunque en algunas ocasiones se encuentra permitido la inclusión de deuda subordinada).

Por lo consiguiente, el SPV no tiene deuda *senior* no asegurada que una calificación pudiera reflejar. Los riesgos relacionados a un SPV se encuentran relacionados principalmente a si fue constituido legalmente y por lo consiguiente no existen riesgos crediticios que una calificación de crédito pueda determinar. Una calificación de crédito del SPV por sí sola no tendría ningún sentido.

Anexo 2: Notas de Finanzas Estructuradas Respalgadas por Bursatilizaciones/Titularizaciones

Se aplicarán consideraciones adicionales al calificar titularizaciones/securitizaciones respaldadas por tramos individuales (*single tranches*) o portafolios pequeños de notas existentes de finanzas estructuradas. Estas re-securitizaciones pueden tener una estructura *senior*/subordinado o simplemente una estructura de paso (*pass-through*).

Una estructura *senior*/subordinado implica la emisión de nuevas notas *senior* y subordinadas respaldadas por el bono subyacente, creando así una protección adicional para el nuevo tramo *senior* en comparación con los respectivos bonos subyacentes. Bajo este argumento, la nueva nota *senior* pudiera alcanzar una calificación más alta que la calificación del título bursatilizado/titularizado original. Por lo general, AESA RATINGS se abstendrá de calificar el nuevo tramo subordinado de la nueva transacción re-securitizada. Sin embargo, si la calificadora decide calificar el tramo subordinado, es probable que asigne una calificación por debajo de la calificación actual de la nota que está siendo re-securitizada.

En una estructura de paso (*pass-through*), no se crea ninguna subordinación adicional y los flujos de caja de los activos subyacentes son simplemente pagados a las nuevas notas emitidas por la nueva estructura. En tal caso, la calificación de la nota re-securitizada será la misma que la de los activos subyacentes.

Por lo general, AESA RATINGS no calificará valores re-securitizados en los que el desempeño del activo subyacente sea altamente incierto o se espere sea muy volátil. Por ejemplo, en los casos en que las calificaciones originales están con Perspectiva Negativa, AESA RATINGS puede o bien abstenerse de calificar las notas re-securitizadas o aplicar estreses adicionales para compensar la posible volatilidad.

Calificaciones de Notas Re-Securitizadas Senior

Típicamente AESA RATINGS calificará sólo re-securitizaciones de notas *senior*. A diferencia de los tramos *senior*, los tramos subordinados pueden estar limitados al recibo de pagos en caso de incumplimiento de la transacción subyacente, particularmente en aquellos casos en los cuales los tenedores de bonos *senior*, quienes controlan las decisiones, opten por desviar los flujos de caja de las notas subordinadas.

AESA RATINGS podría, caso a caso, considerar calificar una re-securitización de notas subordinadas, dependiendo de la clase de activos, de los valores en cuestión, la estabilidad del desempeño y el nivel de calificación. En tales casos, los riesgos asociados a la posición subordinada de las notas que están siendo re-securitizadas tendrían que estar suficientemente mitigados, según lo determinado por el análisis de AESA RATINGS de la estructura propuesta. El enfoque analítico de la calificadora para calificar estos casos se detallaría en sus comunicaciones de calificación.

En casos de re-securitizaciones de uno o un número relativamente pequeño de valores (normalmente, no más de cinco), AESA RATINGS analizará los activos subyacentes bajo el marco de criterios sectoriales específicos. En los casos de re-securitizaciones de varios títulos de valores dentro de un único vehículo de propósito especial (SPV), AESA RATINGS puede complementar o reemplazar este análisis a través de un análisis basado en el portafolio que evalúa el riesgo de incumplimiento correlacionado y las concentraciones en valores re-securitizados.

Tamaño Relativo del Tramo (*Tranche Thickness*)

Es poco probable que AESA RATINGS asigne nuevas calificaciones a re-securitizaciones de tramos subyacentes muy pequeños.

Los tramos subyacentes con mayor tamaño (por lo regular, tratándose del tramo adeudado más *senior*) típicamente cubren un múltiplo de la expectativa de pérdida determinada por AESA RATINGS para un portafolio específico y generalmente recibirá mayores recuperaciones dado el incumplimiento que aquellos tramos con menor tamaño (*thin tranches*). Dado que las calificaciones de finanzas estructuradas de AESA RATINGS reflejan solo la probabilidad de incumplimiento, o el primer dólar de pérdida, la calificación del tramo subyacente no distinguirá entre una nota con alta o baja expectativa de recupero después del incumplimiento. Al re-securitizar el tramo original en una estructura *Senior/Subordinada*, la nueva nota *senior* se puede proteger de pérdidas correspondientes a un estrés de calificación mayor.

Por el contrario, tramos con menor tamaño tienden a tener menores recuperaciones dado el incumplimiento. Estos tramos, tienen un múltiplo o fracción de las pérdidas esperadas mucho menor y, como resultado, son significativamente más vulnerables a los cambios en las expectativas de pérdida. La expectativa de incumplimiento para notas re-securitizadas de un tramo con menor tamaño, es poco probable que varíe significativamente con respecto a la expectativa de incumplimiento de la nota subyacente. Sin embargo, posteriores fragmentaciones de un tramo de menor tamaño exacerbarían la ya existente sensibilidad que el tramo subyacente original presenta a cambios en expectativas de incumplimiento.

Derivados de Transacciones Subyacentes

Transacciones de finanzas estructuradas subyacentes pueden incorporar varios contratos de derivados que tienen como objetivo mitigar el riesgo de tasa de interés o de tipo de cambio. Si un evento de incumplimiento ocurre y la garantía sobre el colateral se hace cumplir por los tenedores de bonos a través de la liquidación del colateral, los contratos de derivados pueden ser terminados. Si el precio de ejercicio de estos derivados está fuera del dinero (*“out-of-the-money”*), desde la perspectiva de la transacción de financiamiento estructurado subyacente, un pago por terminación se deberá entregar a la contraparte. Este pago sería típicamente preferente en la cascada de pagos y, por lo tanto, se realizaría con anterioridad a cualquier pago a las notas *senior* re-securitizadas. Si existiese el riesgo de que el colateral que asegura los activos subyacentes pudiese ser liquidado y/o los contratos derivados terminados, dando lugar a un pago significativo por terminación que fuera preferente a los pagos a los tenedores de bonos del activo re-securitizado, sería poco probable que AESA RATINGS calificara tal re-securitización.

Posible Consideración del Precio Pagado

AESA RATINGS utiliza sus metodologías de calificación publicadas para formarse una opinión sobre un título de valor. Sin embargo, al asignar nuevas calificaciones a un título re-securitizado, la calificadora puede también considerar el precio al que el SPV adquiere el valor original (sobre todo si hay una diferencia sustancial entre la opinión de calificación de AESA RATINGS sobre la probabilidad de retorno total de capital total y el precio de mercado).

Si bien estos principios se aplican en general a las transacciones de financiamiento estructurado re-securitizadas, criterios relevantes podrán ser referenciados en las comunicaciones de calificación para las re-securitizaciones.

Anexo 3: Titularización de Flujos Futuros

Al calificar una transacción de flujos futuros, AESA RATINGS utiliza un enfoque multidisciplinario liderado por el equipo de finanzas estructuradas de AESA RATINGS, pudiéndose incluir el grupo de instituciones financieras o corporativos, e incluyendo un análisis legal y de ser el caso de soberanos. La calificación incorpora un análisis de la probabilidad de que el originador produzca y entregue un producto específico a ciertos acreditados y la certeza de que estos acreditados remitirán flujos de efectivo provenientes de las cuentas por cobrar en una cuenta de cobranza que en algunos casos podría estar en el exterior (offshore).

AESA RATINGS analiza la capacidad de la transacción para brindar protección legal a los inversionistas de flujos futuros frente a otros acreedores y en algún caso frente a una potencial interferencia soberana.

Factores Clave de la Calificación de Flujos Futuros

Calificación de Emisor del Acreditado: La calificación de todas las transacciones de flujos futuros comienza con la Calificación de Riesgo de Emisor (IDR, por sus siglas en inglés) del originador. Una vez que la IDR del originador es establecida, el análisis de calificación considera otros factores determinantes de calificación.

Riesgo de Desempeño y Evaluación de Negocio en Marcha: El pago oportuno de los bonos depende completamente de la generación continua de cuentas por cobrar. El originador debe continuar funcionando para que el colateral y el flujo de efectivo puedan ser generados para servir la deuda. Una estructura tradicional de flujos futuros brinda protección legal a los inversionistas de estos flujos de efectivo titularizados siempre y cuando la empresa siga operando. Para capturar este elemento en una transacción de flujos futuros, AESA RATINGS realiza una Evaluación de Negocio en Marcha.

Deuda de Flujos Futuros con relación al Balance General: El nivel de deuda de flujos futuros y como se relaciona al perfil de pasivos de la compañía.

El Producto: Al calificar una compañía originadora y una transacción de flujos futuros, se toman en cuenta los atributos del producto en sí.

El Acreditado: El perfil del acreditado debe ser acorde con la calificación de la transacción. Si no se puede mitigar el riesgo de un acreditado grande, la calificación de la transacción será limitada a la calificación del acreditado.

Riesgo de Desviación Soberana en Transacciones Transfronterizas: Para el caso de titularizaciones de flujos futuros transfronterizos que involucran más de una jurisdicción soberana, existe la posibilidad de que la transacción de flujos futuros tenga la capacidad para ser calificadas por encima del techo país. Para que esto se pueda lograr, diversos riesgos soberanos deben ser mitigados por la estructura. Estos incluyen los riesgos de transferencia, convertibilidad, devaluaciones y, en cierto grado, nacionalización y expropiación.

Características Estructurales: AESA RATINGS revisa la estructura para asegurarse de que la misma proporciona suficiente protección a los inversionistas.

Análisis Jurídico: Uno de los elementos claves en el análisis jurídico de AESA RATINGS en las transacciones transfronterizas de flujos futuros compete a los derechos del fideicomiso sobre las cuentas por cobrar.

Descripción de los Flujos Futuros

Existen dos tipos de titularizaciones tradicionales de flujos futuros: flujos futuros financieros respaldados por la generación de flujos de divisas de bancos; y transacciones del tipo corporativo que normalmente involucran ingresos derivados de ventas futuras o cuentas por cobrar por exportación. Los flujos financieros generados por los Derechos de Pago Diversificados (DPRs, por sus siglas en inglés) futuros o existentes pueden incluir cupones (o vouchers) de tarjeta de crédito, remesas electrónicas (normalmente pagos relacionados de tipo SWIFT, incluyendo MT-100s) y remesas en papel. Las transacciones del tipo corporativo por lo general incluyen la titularización de las ventas futuras, la titularización de cuentas por cobrar de tickets de aerolíneas, compensaciones netas de telefonía y también pueden incluir transacciones de cuentas por cobrar de exportación, que pueden estar respaldadas por productos tales como petróleo, gas, acero, mineral de hierro, soya, papel y celulosa, aluminio, café y productos químicos, entre otros.

En el caso de transacciones del tipo corporativo, las estructuras de flujos futuros pueden ser utilizadas para mitigar ciertos riesgos propios del emisor. Estas estructuras pueden obligar legalmente a los deudores de la compañía originadora a realizar pagos en cuentas a nombre de fideicomisos las cuales están segregadas de las propias cuentas de la compañía. De este modo, el riesgo de voluntad de pago de la compañía puede reducirse significativamente. Las estructuras solamente brindan una distinción en calidad crediticia cuando pueden proteger legalmente a los inversionistas de flujos futuros de otros acreedores y además las compañías originadoras pueden demostrar que tienen un riesgo de desempeño menor que su riesgo de incumplimiento. Las transacciones más comunes involucran compañías eléctricas o que proveen servicios de agua y que como originadores se benefician de un monopolio o tienen un bajo riesgo de ser liquidadas. Adicionalmente, estas transacciones de flujo futuro tienden a basarse en el mercado de consumo con portafolios muy diversificados. Los niveles de cobertura se determinan caso-por-caso y se analizan para tener la certeza que son suficientes para cubrir en la potencial volatilidad futura.

Rol de la Evaluación de Negocio en Marcha

Una transacción de flujos futuros no es una titularización de activos existentes. El pago oportuno de los títulos de deuda depende completamente de la generación continua de las cuentas por cobrar. Un exportador debe seguir exportando y/o un banco debe seguir procesando flujos financieros para que se genere el colateral y el flujo de efectivo requerido para llevar a cabo el servicio de la deuda. Los riesgos operacionales y financieros, la calidad crediticia en general y por lo tanto, la calificación de emisor son buenas aproximaciones para el perfil futuro de riesgo de generación de una compañía. Sin embargo, la calificación de emisor de un originador puede no ser el tope de la calificación de la transacción.

Pueden darse casos en que las compañías o bancos incumplan con obligaciones financieras y sin embargo continúen operando líneas de negocio titularizadas específicas. Es probable que la motivación para esto sea que un banco o compañía es crucial para la economía del país o para un interés económico y/o que el negocio generador de flujo de efectivo en cuestión es rentable y conveniente. Algunos ejemplos de compañías que podrían continuar operando después de un incumplimiento son aquellas con estatus monopolístico, grandes bancos, grandes compañías o compañías de propiedad estatal, compañías intensivas de capital con activos de uso limitado, aerolíneas y compañías operando en un régimen de quiebra incierto con derechos de acreedores limitados. La estructura típica de flujos futuros brinda protección legal a los

intereses de los inversionistas en los flujos de efectivo titularizados siempre que la compañía continúe operando.

AESA RATINGS utiliza la evaluación de negocio en marcha como un aporte clave para la calificación de las transacciones de flujos futuros. En base a este criterio se podría permitir determinar un límite para la calificación de la titularización, sin embargo otros factores pueden disminuir la calificación más allá de lo determinado en base a la evaluación de negocio en marcha, los otros factores mencionados incluyen pero no están limitados a:

- Riesgo de redirección/desvío corporativo/soberano
- Apalancamiento en las cuentas por cobrar específicas
- Características de acreditados y protecciones legales
- Riesgo de producto
- Riesgo de contraparte comercial / clientes
- Riesgo de Demanda del Mercado
- Riesgo de Precio y Costos de Producción
- Sustentabilidad de Producción: Materia Prima y Disponibilidad de Suministro
- Capacidad y flexibilidad de Producción
- Riesgo de entrega, suministro y volumen

Ciertas entidades corporativas podrían no estar titularizando líneas de productos centrales que son fundamentales para el negocio. Si bien sirve como una evaluación general sobre el riesgo de desempeño de una compañía, en el caso de las entidades corporativas debe también abordar la fuerza de la línea de negocio que está siendo titularizada.

El proceso de calificación de AESA RATINGS no incluye una auditoría ni una comprobación de la veracidad o precisión de los estados financieros ni de otra información relacionada proporcionada por el emisor. AESA RATINGS asume que la información presentada por el emisor es veraz, completa y actualizada.

TODAS LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS DE AESA RATINGS ESTAN DISPONIBLES EN [HTTP://WWW.AESA-RATINGS.BO](http://www.aesa-ratings.bo) LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN EL MISMO SITIO WEB AL IGUAL QUE LAS METODOLOGÍAS. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE AESA RATINGS Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN, CUMPLIMIENTO Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN ESTE SITIO BAJO CÓDIGO DE CONDUCTA.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, AESA RATINGS se basa en información factual que recibe de los emisores y de otras fuentes que AESA RATINGS considera creíbles. AESA RATINGS 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. La forma en que AESA RATINGS 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 que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, 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 y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de AESA RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que AESA RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a AESA RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, AESA RATINGS 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 son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de AESA RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que AESA RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de AESA RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. AESA RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de AESA RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de AESA RATINGS 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 AESA RATINGS 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, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de AESA RATINGS. AESA RATINGS 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. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de AESA RATINGS no constituye el consentimiento de AESA RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente.

Esta Metodología o Informe está basado en información provista por Fitch®, sin embargo su uso y aplicación es de exclusiva responsabilidad de AESA RATINGS. Fitch® y Fitch Ratings® son marcas registradas de Fitch Ratings o sus afiliadas.