

Criterio Global de Calificación ABS de Tarjetas de Crédito

Criterio Sector-Específico

Tabla de contenidos

	Página
Factores relevantes de la calificación	1
Consistencia de Datos	2
Enfoque de la calificación	2
Análisis del activo	3
Estreses de calificación	9
Estructura legal	13
Estructura de Pasivos	14
Análisis de Flujo de Caja	17
Análisis de Desempeño	20
Anexos	23–42

Este criterio reemplaza al El "Criterio Global de Calificación ABS de Tarjetas de Crédito" del 22 de junio de 2012. Este criterio actualizado no ha tenido cambios sustanciales respecto del criterio previo con cambio menores/actualizaciones.

Analistas

Estados Unidos

Greg Kabance
+1 312 368-2052
greg.kabance@fitchratings.com

José Pablo Zúñiga
+1 312 368-2053
josepablo.zuniga@fitchratings.com

Argentina

Eduardo D'Orazio
+54 11 5235-8145
eduardo.dorazio@fitchratings.com

Mauro Chiarini
+54 11 5235-8140
mauro.chiarini@fitchratings.com

Brasil

Jayne Bartling
+55 11 4504-2602
jayne.bartling@fitchratings.com

Bernardo Costa
+55 11 4504-2607
bernardo.costa@fitchratings.com

Chile

Juan Pablo Gil
+56 2 499-3306
juanpablo.gil@fitchratings.com

Colombia

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

México

René Ibarra
+52 81 8399-9158
rene.ibarra@fitchratings.com

Alcance

Este criterio global describe la metodología de Fitch Ratings para analizar titulizaciones de cupones de tarjetas de crédito y puede ser aplicado tanto para calificaciones internacionales como nacionales.

El "Criterio Global de Calificación ABS de Tarjetas de Crédito" es efectivo para calificaciones nuevas y existentes a Junio 7, 2013 y reemplaza al criterio de igual nombre del 22 de junio de 2012. El criterio no ha tenido cambios materiales respecto de la versión publicada anteriormente.

Factores Clave de la calificación

Desempeño de los activos: las transacciones respaldadas por activos (*Asset-Backed Securities* o ABS) de tarjetas de crédito están expuestas a las variaciones en el desempeño de la cartera que compone el activo subyacente. Los principales parámetros de desempeño son: tasa de incobrabilidad, tasa de rendimiento, tasa de pago mensual (*Monthly Payment Rate*, o MPR) y tasa de compra. Asimismo, la tasa de incumplimiento y el diferencial de tasas (*excess spread*) son importantes indicadores de desempeño. Fitch analiza el activo desde el enfoque de cuál es el riesgo de variaciones en el desempeño del mismo y espera que estos riesgos sean mitigados mediante las mejoras crediticias disponibles (*credit enhancements*, o CE).

Vínculo con el originador: las tarjetas de crédito proveen a los deudores con líneas de crédito revolventes; por lo tanto, a diferencia de los activos amortizables, el desempeño del activo muestra un vínculo más cercano respecto al desempeño del originador. Aunque el análisis del activo de Fitch estresa los parámetros de desempeño, este último puede estar influenciado por acciones o acontecimientos relacionados con el originador, incluyendo un deterioro en el perfil financiero de éste. Fitch sigue de cerca a todos los originadores y podría ajustar sus supuestos de calificación para aquellas transacciones donde ha habido o podría haber un cambio en la posición o estrategia del originador.

Riesgos estructurales y legales en titularizaciones: las estructuras titularizadas están creadas para desvincular el desempeño de los títulos emitidos, de la calidad crediticia del originador. Esto se logra generalmente a través de una venta real (*true sale*) de los activos del originador a un Vehículo de Propósito Especial (*Special Purpose Vehicle*, o SPV) de quiebra remota.

Riesgo de tasa de interés y de base: la mayoría de los fideicomisos ABS de tarjetas de crédito acarrearán cierto grado de descalce de tasas de interés, ya que el rendimiento de los activos y las tasas de interés de los títulos normalmente están vinculados a índices diferentes. En el caso donde tanto los activos como los pasivos están indexados a diferentes tasas de interés variables, es posible que exista un riesgo de base producto de un rápido incremento de del cupón de los inversores y un rezago en la tasa de interés variable o una tasa fija baja de los activos. Este riesgo se espera sea mitigado por la disponibilidad de CE.

Riesgo de contraparte: surge en aquellas situaciones en las que la transacción depende de las operaciones o del pago de obligaciones de contrapartes u otras entidades que otorgan soporte. Estas entidades pueden incluir al originador, administrador, proveedor de garantía, y cuentas bancarias, así como proveedores de swaps. Las calificaciones de transacciones ABS

de tarjetas de créditos de Fitch dependen de la fortaleza financiera de ciertas contrapartes y están vinculadas directamente con el desempeño del portafolio titularizado.

Riesgos macroeconómicos: El entorno económico puede tener un impacto material sobre las calificaciones ABS de tarjetas de crédito. Es por ello que Fitch toma en cuenta la fortaleza de la economía, así como las expectativas futuras, evaluando indicadores macroeconómicos claves, tales como la tasa de desempleo.

Consistencia de datos

Fitch depende en los originadores y administradores para proveerse de información histórica precisa de manera de desarrollar el escenario base y el análisis crediticio. Fitch espera recibir información específica del originador relevante al desempeño histórico de la cartera titularizada de por lo menos de 5 años o por un período tal que cubra todas las fases de por lo menos un ciclo económico. La disponibilidad de datos altamente relevantes y comparables del desempeño del mercado puede servir como aproximación para aquellos originadores donde la información enviada por éste no cubra todas las etapas de al menos un ciclo económico. Asimismo, pueden haber ajustes en los supuestos del escenario base si es que los datos históricos recibidos no cubren un ciclo económico completo, o carecen de consistencia. En algunos casos, consideraciones estructurales, tales como gatillos de amortización acelerada, serán también considerados al definir los escenarios bases.

Para compañías nuevas o portafolios de tamaños volátiles, se puede esperar recibir una mayor cantidad de datos. La carencia de este tipo de información puede resultar en topes para las calificaciones, o en que Fitch decida no calificar la transacción.

Con el fin de evaluar lo apropiado de los estreses de calificación determinados en este informe de metodología, Fitch ha revisado datos históricos de desempeño para las tarjetas de crédito. Respecto de los Estados Unidos (EE.UU), Fitch cuenta con 20 años de información de desempeño del mercado de tarjetas de crédito como colateral. Los índices de tarjetas de crédito de Fitch para el Reino Unido siguen las transacciones ABS de tarjetas de crédito en ese mercado desde enero de 2002. En Asia, Fitch cuenta con más de nueve años de información de mercado y de transacciones en Corea del Sur.

Los estreses se desarrollaron estudiando las observaciones históricas de desempeño de tarjetas de crédito en los EE.UU. entre 1989-2006, siendo éstos validados por un análisis del desempeño observado durante la recesión de 2007-2009. El estudio de Fitch examinó tanto el desempeño agregado como el desempeño por categoría *prime*, *subprime* y de *retail*. Fitch seguirá realizando estudios de validación periódicos y actualizará sus estreses cuando sea necesario. El anexo 3 en la página 27 explica en detalle el estudio de validación más reciente y provee información sobre el estudio región noreste de EE.UU., el cual sirvió de fuente para los datos originales, a partir de los cuales Fitch derivó sus estreses.

Criterios Relacionados

[Global Structured Finance Rating Criteria \(Mayo 2013\)](#)

[Criteria for Interest Rate Stresses in Structured Finance Transactions and Covered Bonds \(Enero 2013\)](#)

[Counterparty Criteria for Structured Finance and Covered Bonds \(Mayo 2013\)](#)

[Criteria for Servicing Continuity Risk in Structured Finance \(Agosto 2012\)](#)

[Criteria for Rating Caps in Global Structured Finance Transactions \(Agosto 2012\)](#)

Enfoque de la calificación

El proceso de calificación de Fitch comienza con una revisión inicial de datos detallados de estratificación del colateral y del desempeño histórico de la cartera de créditos por titularizar. Como parte del análisis inicial, Fitch llevará a cabo un proceso de evaluación para determinar los riesgos claves asociados al colateral y a la estructura; esto es particularmente importante para transacciones con riesgos atípicos.

La revisión del originador/administrador es parte integral del proceso inicial de calificación de Fitch, el cual se enfoca en entender el perfil de riesgo corporativo del originador, los

estándares de originación, la estrategia de expansión del activo, las políticas de administración del riesgo de crédito y las capacidades de administración. Además se cubrirán las ramificaciones de los cambios regulatorios enfrentados por el originador. Como el originador y el administrador por lo general son la misma entidad, la revisión abarca ambos componentes en forma simultánea.

Luego de la revisión inicial, Fitch deriva los supuestos del escenario base para tres variables claves de desempeño – incobrabilidad, rendimiento y MPR – a través de un análisis histórico de desempeño y volatilidad para cada uno. Además del análisis cuantitativo, Fitch también hará ajustes cualitativos en su enfoque cuando sea necesario, con cada ajuste siendo explicado en el informe de calificación de la transacción.

La documentación de la transacción es revisada para entender los derechos y obligaciones de cada una de las partes y para considerar como operará la estructura, particularmente ante ciertas circunstancias (por ejemplo, reemplazo del administrador). Opiniones legales también son revisadas para determinar si la transacción cumple con los supuestos legales en los que Fitch se ha basado para su análisis de crédito.

Fitch utilizará su propio modelo de flujo de caja para ABS de tarjetas de crédito en la evaluación del CE a través de todas las categorías de riesgo. Los supuestos del escenario base son ingresados en el modelo de flujo de caja y los estreses pertinentes son aplicados a cada nivel de calificación para calcular la magnitud del déficit que será necesario cubrir con el CE disponible para los títulos. Otros inputs dentro del modelo de flujo de caja son ajustados para reflejar el riesgo base, los gastos y las características estructurales del fideicomiso, tal como lo estipulan los documentos legales de la transacción. Los modificadores de las calificaciones, de asignarse, son derivados de la extrapolación lineal de los resultados del modelo entre las categorías de las calificaciones.

Aunque el modelo de flujo de caja es un factor importante para determinar la calificación final, ésta es asignada en última instancia por un comité de crédito de Fitch, el cual considera tanto el CE disponible como las características estructurales de la transacción. Cuando las calificaciones son asignadas, Fitch publica un informe específico para la transacción. Este informe destacará las características y los riesgos claves de la transacción en el contexto de la metodología de calificación.

Luego de que la transacción se haya cerrado, el analista monitorea el desempeño de la transacción utilizando el proceso de seguimiento mensual de Fitch, para asegurarse de que las calificaciones asignadas sigan siendo apropiadas.

Análisis del activo

El análisis del activo de Fitch comienza típicamente con una revisión del originador y del administrador tal como se describe a continuación, y en el Anexo 1. Fitch analizará los datos de la cartera para entender las características específicas del colateral. Fitch también analizará información histórica dinámica con respecto a la tasa de rendimiento anual, a la MPR y a la tasa anual de incobrabilidad. Al revisar los datos históricos, Fitch considerará el impacto de cualquier cambio en el balance de créditos y en cualquier programa de gestión de deuda operado por el administrador. El objetivo de esta parte del análisis es poder determinar los supuestos del escenario base para la tasa de rendimiento anual, la MPR y la tasa de incobrabilidad anual, tal como se describe a continuación.

Análisis operacional del originador/administrador

Debido a la naturaleza revolviente de los fideicomisos de tarjetas de crédito, el desempeño del colateral de un portafolio de tarjetas de crédito dependerá fuertemente de la continua originación de nuevos créditos y de la gestión activa del administrador; es por esto que la evaluación del originador y administrador de tarjetas de crédito es parte importante del proceso de calificación de Fitch. La agencia aplicará mayores estreses de tasa de compra a las transacciones si la solidez financiera del originador pareciera débil.

El proceso de revisión del originador/administrador de Fitch determina la calidad y efectividad de las operaciones de originación y administración de la organización, así como su cumplimiento con las directrices establecidas, la estabilidad operacional y la fortaleza de los procesos de control interno. La revisión se enfoca en tres factores principales: desempeño corporativo, originaciones y administración usando puntos de referencia estándares de la industria y medidas cualitativas. Si Fitch determina que el riesgo asociado con un administrador es significativo, la calificación podría estar sujeta a un tope o el emisor podría decidir mitigar este riesgo a través de la inclusión de un administrador de respaldo en la transacción.

Para más detalles con respecto al enfoque de Fitch sobre el análisis de las operaciones del originador y administrador ver el Anexo 1: Evaluación Operacional del Originador/Administrador en la página 23. Adicionalmente, el Anexo 2 en la página 26, provee una muestra de la guía de los puntos a discutir usada en la revisión del originador/administrador.

Características del colateral

Fitch analiza las características del colateral subyacente para poder entender de mejor manera el desempeño de los activos. Este análisis complementa el análisis de datos históricos del originador y las conclusiones obtenidas de la revisión del originador cuando se determinan los supuestos de desempeño del escenario base. Las principales características del colateral que Fitch considera incluyen lo siguiente:

- *Credit score*.
- Concentración Geográfica.
- Maduración o *Seasoning* (Plazo promedio transcurrido de pago).
- Tasas porcentuales anuales (*Annual Percentage Rates*, o APR).
- Límite de crédito.
- Mezcla de productos y segmentos.

Los *credit scores* pueden ser buenos predictores de los incumplimientos de tarjetas de crédito. Muchos emisores de tarjetas de crédito usan modelos sofisticados de *credit scores* para determinar la probabilidad de incumplimiento de los deudores. Por lo general los portafolios están definidos como *prime* o *subprime* basados en la distribución de su *credit score*. Fitch aplica mayores estreses de tasas de compra a portafolios con una concentración más alta de créditos *subprime*.

Una cartera de tarjetas de crédito con alta diversificación geográfica minimiza su potencial exposición a problemas económicos locales y desastres naturales. La mayoría de los emisores *prime* tienen portafolios bien diversificados como resultado de estrategias de cobertura

nacional. Fitch puede aplicar ajustes en sus estreses si es que existen concentraciones regionales significativas.

La antigüedad o maduración (*seasoning*) también es importante ya que por lo general, las carteras sin maduración alguna tienden a tener una mayor cantidad de incobrabilidad y un desempeño más volátil. Fitch puede aplicar ajustes a los supuestos de escenario base cuando evalúa portafolios con menor grado de maduración.

Los emisores usan la calidad crediticia de cada tenedor de tarjeta para determinar el límite de crédito y la tasa de intereses (APR). Usualmente estos se asignan basándose en la capacidad de los deudores de cumplir con sus pagos de tarjeta de crédito (es decir, a mayor riesgo, mas bajo el límite de crédito y mayor la APR). El escenario base para el rendimiento del portafolio depende en gran parte del nivel de APR y su distribución.

La mezcla de productos también puede impactar el desempeño del colateral. Tarjetas de crédito que premian a sus tenedores normalmente tienen mayores tasas de pago y menores tasas de incumplimiento que aquellas que no premian. Tarjetas de crédito de negocios pequeños pueden tener desempeños distintos a los de tarjetas de consumo masivo. Cuando una cartera está compuesta por diferentes tipos de productos con diferentes perfiles de riesgo, para mitigar el riesgo de un cambio en ésta, la documentación de la transacción a menudo especifica un máximo permitido para cada producto como porcentaje del total de créditos al cierre de cada período.

Estableciendo los supuestos de escenario base

El concepto de escenario base es una determinación prospectiva de Fitch sobre cómo una variable determinada se desempeñará en los próximos 18-24 meses, considerando recientes tendencias de desempeño, entorno competitivo, cambios regulatorios y pronósticos de Fitch del entorno macroeconómico. El proceso que usa Fitch para determinar el escenario base trata de lograr que las calificaciones no cambien con movimientos normales a lo largo del ciclo económico, un concepto que se conoce como la asignación de una calificación “a través del ciclo”. Los escenarios base se determinan como expectativas de desempeño prospectivas, las cuales en cualquier punto del tiempo deberían verse razonablemente reflejadas en la calificación actual. Por lo tanto, un cambio en la calificación sólo se esperaría cuando el desempeño se encuentra fuera de estas expectativas.

Fitch deriva los escenarios bases analizando el desempeño histórico y la volatilidad de las variables claves, incluyendo un análisis de camadas/estático (*vintage*) del portafolio. El término “camada” se refiere a un grupo de cuentas originadas aproximadamente al mismo tiempo, cuyo desempeño como un todo se sigue a través del tiempo. Diferentes grupos de cuentas muestran distintos patrones de desempeño dependiendo de su período de originación. La incobrabilidad, rendimiento y MPR tienden a estabilizarse y a alcanzar el nivel de escenario base en aproximadamente 18-36 meses después de su originación.

Si es que hay algún cambio en las condiciones macroeconómicas, en las prácticas corporativas, en las políticas de crédito o en el ámbito legislativo, que haga creer a Fitch que el desempeño futuro puede desviarse del desempeño pasado, ajustes adicionales se aplicarán al escenario base.

Para carteras con falta de maduración (menos de 36 meses), los datos de camadas son instrumentos claves al momento de establecer los escenarios bases, además del desempeño histórico y de comparaciones con pares. Los datos de camadas ayudan a eliminar los efectos del crecimiento del portafolio a través del seguimiento de una selección de originaciones a

través de su vida. Estos permiten a Fitch identificar cambios en los estándares de originación y en el comportamiento de los deudores.

Para carteras con alto grado de maduración o *seasoning*, Fitch se basa en una combinación de datos de camadas y de desempeño histórico para derivar los escenarios bases. Además del análisis de camadas, Fitch evalúa la volatilidad del desempeño histórico para cada variable y calcula sus desviaciones estándar, que luego se aplican a los promedios históricos. Las expectativas resultantes son usadas en conjunto con el análisis de camadas para crear escenarios bases más precisos.

Si existen varios subproductos distintos dentro de un mismo portafolio y cada uno acarrea suficiente peso (más del 10%) dentro de éste, pueden establecerse escenarios bases para cada subproducto, y el escenario base de la cartera podrá ser el promedio ponderado de éstos, acorde al peso del colateral para cada subproducto. Cuando los documentos de la transacción estipulan el porcentaje máximo para cada producto, Fitch utilizará estos límites de concentración para formar los escenarios bases del portafolio. Fitch probablemente asumirá que durante el período revolvente (revolving) la cartera migrará al peor caso posible bajo los límites de concentración.

Tasa de rendimiento de la cartera

El rendimiento de la cartera está conformado por cargas periódicas de APR, cargos anuales, cargos por pagos tardíos, cargos por exceder el límite, y en gran parte de los casos, recuperos en cuentas incobrables e intercambios. Los intercambios son ingresos de las asociaciones de tarjetas (Visa, MasterCard, American Express, Discover y Novus, entre otras), los cuales son pagados al banco emisor como compensación por financiar y tomar el riesgo de los créditos, los que varían en monto entre el 1%-5% del volumen de carga. La mayoría de estos componentes son relativamente estables y representan un pequeño porcentaje del rendimiento. Por el otro lado, los ingresos por intereses, derivados del APR de una cuenta, generalmente explican gran parte de los rendimientos y son más volátiles. Como las entidades emisoras asignan tasas de interés a las cuentas por su nivel de riesgo individual, aquellas que se enfocan en el mercado *subprime* o se especializan en marcas privadas por lo general tienen rendimientos más altos que aquellas que cubren el mercado *prime*.

Al asignar el escenario base para el rendimiento del portafolio, Fitch considera el impacto esperado en los componentes del rendimiento ante cambios regulatorios y el ambiente competitivo. Por lo tanto, Fitch usualmente le da total crédito a los componentes esenciales del rendimiento, tales como el ingreso por intereses, aplica un descuento a los ingresos por cargos e intercambio, y no considera los recuperos de cuentas incobrables. Los descuentos son típicamente aplicados a los ingresos por cargos e intercambio a fin de considerar posibles cambios regulatorios o en el ambiente competitivo que enfrentan los emisores. Cambios regulatorios pueden impactar el número y el nivel de los cargos cobrados a los tenedores de las tarjetas de crédito mientras que, la presión competitiva puede impactar el uso de la tarjeta y por lo tanto los ingresos por intercambio. Adicionalmente, como las deudas de tarjeta de crédito son sin garantía, Fitch no da crédito a los recuperos en la determinación de los escenarios base.

Tasa de pago (MPR)

La MPR incluye la cobranza mensual de principal, gastos financieros, y cargos pagados por el tenedor de tarjeta; está establecida como un porcentaje del saldo pendiente al comienzo del mes. Esta es una variable importante ya que determina cuán rápido será pagado el principal a los tenedores de bonos si se gatilla un evento de amortización acelerada. A diferencia de los

activos amortizables, los tenedores de tarjeta no tienen un nivel de pago determinado, pero sí tienen requerimientos de pagos mínimos. Estos requerimientos son determinados por los emisores pero están sujetos a regulaciones.

Muchos deudores deciden pagar montos superiores al mínimo requerido cada mes. El perfil del cliente (*prime* versus *subprime*) y el tipo de producto pueden tener un impacto significativo en la MPR. Una reducción en la MPR puede provenir de una disminución en el número de tenedores de tarjeta que pagan la cuenta en su totalidad cada mes y/o por un aumento en el número de tenedores de tarjeta que hacen pagos mensuales menores.

Fitch asigna un supuesto de escenario base para la MPR basado en el pago total. En el modelo de Fitch, la tasa de pago de principal se deriva sustrayendo el componente de interés del total de pago mensual.

Incobrabilidad

Los incobrables son denominados como tales por la entidad emisora. Los incobrables ocurren por incumplimiento contractual o por la quiebra del deudor. En la mayoría de los países, los emisores de tarjetas cumplen con las directrices exigidas a las entidades emisoras de considerar incobrable a las cuentas a los 180 días de atrasos o 60 días después de la notificación de quiebra del deudor. Por lo general, en los EE.UU., el 20%-50% de los incobrables de un emisor pueden atribuirse a la quiebra del deudor. Las fluctuaciones se deben a factores económicos y la calidad de las cuentas subyacentes. Por ejemplo, los deudores *subprime* han mostrado una tasa de incobrabilidad total alta combinado con una menor cantidad de quiebras en relación a los incumplimientos contractuales.

El escenario base de incobrabilidad está basado típicamente en la incobrabilidad bruta. Si la incobrabilidad neta es reportada, ésta será transformada a bruta con el cálculo de una tasa de recupero. Las tarjetas de crédito son deudas sin garantías y Fitch no le da crédito a los recuperos en su análisis crediticio, a pesar de que típicamente las tasas de recupero observadas varían entre 10%-25% en la industria.

Al asignar un escenario base de incobrabilidad, Fitch considera cualquier cambio reciente en las políticas de crédito, tendencias de incumplimiento y proyecciones macroeconómicas, además del desempeño histórico.

Tasa de compra y saldo de las cuentas

En un escenario base, por lo general, Fitch asume una tasa de compra de 100%, es decir, las nuevas compras son iguales al total del principal cobrado. Como resultado de este supuesto, el saldo de las cuentas se mantiene constante en el escenario base. La tasa de compra será estresada en los escenarios más altos de calificación.

La estabilidad del balance de las cuentas impacta directamente a otras variables de desempeño ya que la mayoría de las variables están calculadas usando el saldo de las cuentas como denominador. Un rápido crecimiento o contracción de la cartera puede distorsionar la tasa de incobrabilidad ya que el cambio en los créditos es mayor al cambio en la pérdida de crédito. El análisis de camadas y el análisis de rezago son necesarios cuando el saldo de las cuentas es volátil. El análisis de rezago ayuda a reducir el efecto de cambio en el portafolio ya que la incobrabilidad es comparada con el saldo de las cuentas de hace seis meses, cuando las moras comenzaron a ocurrir.

Programas de administración de deuda

Los créditos de tarjetas de crédito normalmente se definen como morosos si el deudor no hace el pago mínimo contractual en un mes y se define como en incobrable si el atraso alcanza hasta cierto límite (por ejemplo, 180 días). Sin embargo, Fitch ha observado una tendencia creciente en administradores que corrigen los términos de repago para ciertos deudores que están con problemas financieros, bajo programas llamados programas de administración de deuda. En general bajo estos programas, los créditos son considerados morosos y luego incobrables solo si el deudor no cumple con pagar el monto reducido de pago.

Fitch analiza la extensión del programa de administración de deuda mirando datos que muestren la información como un porcentaje del total de créditos del fideicomiso que están sujetos a estos programas. Para analizar la severidad de los programas de administración de deuda Fitch considerará: los criterios de calificación aplicados por el administrador, los términos de pago del programa relativos al monto de pago mínimo original, el desempeño actual de los pagos de los tenedores de tarjeta, el grado de monitoreo aplicado a las cuentas en administración de deuda, y los métodos y la rapidez con que se resuelven las cuentas de administración de deuda.

Fitch considera como factores negativos los siguientes: criterios de calificación amplios o vagos, pagos mínimos requeridos muy bajos, gran número de deudores pagando montos reducidos que sean menores que el monto mínimo original, bajo monitoreo de la posición financiera y desempeño de deudores, y largos plazos durante los que gran parte de los tenedores de tarjeta terminan cayendo en incobrables.

Fitch considerará el alcance y la severidad de un programa de administración de deuda al momento de establecer los supuestos del caso base ya que la operación del programa puede haber distorsionado los datos históricos. Como el programa de administración de deuda puede atrasar el reconocimiento de los incobrables y producir una calidad crediticia con migración negativa, Fitch puede declinar calificar transacciones en casos donde, en opinión de Fitch, la severidad y el alcance del programa de administración de deuda del originador pueda distorsionar considerablemente el desempeño de la transacción.

Riesgo de migración de activos

En muchas estructuras, los créditos futuros de las cuentas designadas (creados por compras futuras de los deudores) son transferidos automáticamente al fideicomiso. Los emisores de tarjetas también pueden elegir agregar créditos/cuentas al fideicomiso de forma de compensar el desgaste o aumentar el colateral para futuras transacciones. El precio de compra de las nuevas cuentas es pagado con las recaudaciones de capital disponible (típicamente cuando los bonos son revolventes), o aumentando la porción de deuda del fideicomiso que tiene el originador (típicamente cuando los títulos se están amortizando).

A medida que se van agregando nuevos créditos/cuentas, existe el riesgo de que los nuevos créditos puedan disminuir la calidad crediticia del portafolio. Este riesgo es bajo si el originador tiene una larga trayectoria de políticas de originación consistentes. El riesgo puede ser mitigado por criterios de elegibilidad y del portafolio (por ejemplo, límites de concentración) para los nuevos créditos, los cuales son usualmente estipulados el primer día en los documentos de la transacción y se aplican a todos los nuevos créditos o cuentas. Criterios de elegibilidad estrictos facilita el mantenimiento de la calidad mínima del colateral de manera que la cartera se mantenga aislada de cambios inesperados en los estándares de originación. Fitch asume que los originadores van a cumplir con estas provisiones de tal forma que el análisis crediticio no considerará el riesgo de que se sumen activos a la cartera que no

cumplan con dichos criterios de elegibilidad. Al establecer los escenarios bases, Fitch puede asumir el portafolio migrará al peor escenario posible dentro de los límites de concentración.

Fitch ha visto muchas transacciones en Corea del Sur que establecen un límite de mezcla de productos de la cartera titularizada para evitar migraciones negativas y un deterioro significativo en el desempeño de la cartera. Basándose en estos límites, Fitch generalmente asume una composición que lleva a la tasa de pérdida esperada más alta de la cartera, y valida la mejora crediticia (CE) disponible para la transacción considerando la peor tasa de pérdida posible.

En ciertas circunstancias los créditos o las cuentas también pueden ser eliminados del fideicomiso. Al igual que al añadir créditos, la eliminación de créditos puede llevar a un riesgo de selección negativa de activos si el emisor elimina activos en forma selectiva. Es común que los documentos de las transacciones especifiquen las condiciones que deben ser cumplidas para cualquier eliminación y la mayoría de las eliminaciones son seleccionadas al azar. Fitch monitorea las adiciones y las eliminaciones en la cartera de cerca para medir la calidad del colateral a través del tiempo.

Estreses de calificación

El análisis de Fitch incluye estreses de desempeño para incorporar el riesgo de que el desempeño de activos actuales se deteriore más allá de los supuestos del escenario base. Fitch aplica estreses a la tasa de rendimiento, a la MPR, a la tasa de incobrabilidad y a la tasa de compra.

Fitch desarrolla escenarios de estrés específicos para cada nivel de calificación de cada una de las entidades emisoras y estructuras financieras a través de una evaluación de la composición y el desempeño de las variables que definen el colateral. Tanto los escenarios como los supuestos son determinados caso a caso y son comparados con referencias de la industria.

Para variables de desempeño, el grado en que estas se estresan depende de su nivel en el escenario base, la concentración del portafolio, y la calidad y volatilidad de los datos históricos.

El nivel de los escenarios base

Portafolios con bajas pérdidas esperadas tienen mayor probabilidad de tener alta volatilidad que aquellos que tengan altas pérdidas esperadas. Por ejemplo, una cartera con un escenario base que asume una pérdida de 4% tiene mayor probabilidad de cuadruplicarse, y llegar al 16% bajo escenarios de estrés, que otra cartera que tiene una pérdida de escenario base del 12%. Es por esto que Fitch puede aplicar un multiplicador de estrés más alto a la primera cartera.

De forma similar, una cartera con una MPR de 30%, al enfrentarse a una crisis económica, tiene una mayor probabilidad de experimentar una disminución significativa en sus pagos que una cartera con una MPR de 8%. Por lo tanto, un mayor estrés sobre la MPR va a ser aplicado a la cartera con una MPR de 30%.

Concentraciones en la cartera

La concentración geográfica expone al portafolio a recesiones económicas regionales o a desastres naturales, y la concentración de producto o población agrega un riesgo adicional afectando a aquellos segmentos. Las carteras con poca diversificación son más vulnerables a eventos impredecibles y su desempeño tiende a ser más variable. Fitch aplica mayores niveles de estrés a estas carteras para lograr reflejar la potencial variabilidad de su desempeño.

Calidad y volatilidad de los datos históricos

Datos históricos limitados y un desempeño volátil producen preocupación con respecto a la consistencia de los procesos de originación y administración. Niveles de estrés mayores pueden ser aplicados a este tipo de portafolios. A la inversa, si los datos históricos son consistentes e incluyen un ciclo económico completo, se le aplicarán menores niveles de estrés al portafolio.

Asimismo, factores que impulsan el estrés de tasa de compra – es decir, composición del portafolio, transferibilidad de la cartera y fortaleza del originador - también afectan los niveles de estrés aplicados a la tasa de rendimiento, a la MPR y a la tasa de incobrabilidad. Cuando el uso de la tarjeta de crédito está restringido o es revocado, los tenedores de tarjeta tienen menos incentivos de prepagar y es más probable que pasen a ser morosos. Es por esto que los portafolios expuestos a mayores niveles de estrés de tasas de compra, también experimentarán mayores niveles de estrés de pago e incumplimiento.

Estreses de tasa de rendimiento

Al determinar los estreses de tasa de rendimiento, Fitch considera el potencial deterioro del desempeño al igual que la interacción entre la tasa de interés cobrada a los deudores y la tasa de interés de mercado. En el primer caso, los recortes mostrados en la tabla a la derecha son aplicados a los supuestos del

Estreses de tasa de rendimiento

(%, Recortes sobre escenario base)

Nivel de calificación	Bajo	Alto
AAAsf	35,00	45,00
AAsf	30,00	35,00
Asf	25,00	30,00
BBBsf	20,00	25,00
BBsf	17,50	20,00

escenario base de la tasa de rendimiento – un evento como este puede ser impulsado por una disminución de tasas, un aumento de morosidad, o un incremento en la porción que no está sujeta al pago de intereses dentro de la cartera. Al testear los flujos de caja en escenarios con tasas de interés crecientes, Fitch también considerará la capacidad del originador para aumentar las tasas de interés en respuesta al aumento de tasas de interés de mercado. Esto, debido a que la mayoría de las carteras de tarjetas de crédito están denominadas en APR variable y por lo tanto mantienen un margen mínimo, aunque estrecho, entre la tasa de rendimiento y las tasas de interés de mercado, después de considerar el spread base (otro escenario).

Al estresar la tasa de rendimiento de un portafolio, la posición competitiva es un factor crítico ya que un portafolio con altas tasas de interés va a estar más presionado a reducir tasas para mantener su participación de mercado. El riesgo regulatorio es otra consideración dentro de los estreses de Fitch ya que un cambio en la legislación puede tener un impacto significativo en la forma en la que se generarán los ingresos en las tarjetas de crédito.

Para carteras estándares, el estrés de Fitch será cercano al nivel más bajo observado en el cuadro de arriba. Para el caso base de la calificación 'AAAsf' en el ejemplo de la página 18, Fitch aplica un estrés inmediato de 35% sobre la Tasa de Rendimiento escenario base estipulada en 17%, lo cual crea un input al modelo de un 11,05%.

Estreses de tasa de pago

Cuando los consumidores pasan por dificultades económicas, el riesgo de saltarse un pago va a la par con el riesgo de que disminuya el monto de los pagos realizados. El pago de cantidades insuficientes y la falta de pagos se reflejarán en estados de morosidad crecientes

que, si no se remedian, pueden resultar en un aumento de los niveles de incumplimiento. En ambas instancias la MPR disminuirá.

Asimismo, la MPR también disminuirá si las dificultades económicas hacen decrecer los montos de los pagos pero no por debajo del monto mínimo requerido. Fitch desarrolló estreses de MPR específicos para cada portafolio, con mayores estreses para portafolios que dependen de altas MPR. Dependiendo de la composición del colateral, la MPR puede variar significativamente entre portafolios, lo cual causa una diferencia en los estreses que se aplican. En casos donde Fitch no crea que altas MPR sean sustentables frente a un entorno de estrés, mayores estreses serán aplicados.

Para portafolios estándares, los estreses aplicados por Fitch van a ser cercanos a los niveles medios establecidos en la tabla de la derecha. Para el caso base de calificación 'AAAsf' ejemplificado en la página 18, Fitch aplica un recorte inmediato de 45% sobre la MPR escenario base de 12%, lo cual crea un input para el modelo de 6,60%.

Estreses de tasa de pago

(%, Recortes sobre escenario base)

Nivel de calificación	Bajo	Medio	Alto
AAAsf	35,00	45,00	80,00
AAsf	30,00	40,00	75,00
Asf	25,00	35,00	70,00
BBBsf	20,00	30,00	60,00
BBsf	10,00	20,00	50,00

Estreses de tasa de incobrabilidad

Fitch aplica múltiplos a los supuestos del escenario base de incobrabilidad a través de un incremento lineal por un período de seis meses, manteniendo el nivel de estrés hasta que los bonos se paguen completamente. En la categoría de calificación 'AAAsf', Fitch aplica múltiplos que fluctúan entre 3,5x y 5,5x. Fitch podría aplicar un

múltiplo de incumplimiento más alto a aquellas transacciones que son respaldadas por carteras con tasas de incumplimiento más bajas. El múltiplo más alto intenta reflejar la mayor volatilidad de desempeño que las carteras con una baja tasa de incumplimiento de escenario base podrían exhibir durante períodos de estrés. Los fundamentos para aplicar un múltiplo de incumplimiento superior a 5,5x se explicarán en detalle en el comentario de acción de calificación y el informe de calificación de la transacción. El plazo de seis meses va acorde con las directrices de 180 días de incumplimiento en muchos países. Instrumentos calificados en 'AAAsf' por lo general aguantan escenarios donde uno de cada tres o cuatro tenedores de tarjeta cae en incumplimiento. Para el caso base de calificación 'AAAsf' mencionado en el ejemplo en la página 18, se aplica un múltiplo de 4,50x al supuesto de incumplimiento de 7%, lo cual crea un input para el modelo de 31,50%.

Estreses de incobrabilidad

(x, Múltiplos del escenario base)

Nivel de calificación	Bajo	Medio	Alto
AAAsf	3,50	4,50	5,50
AAsf	3,00	3,75	4,25
Asf	2,25	3,00	3,50
BBBsf	1,75	2,25	2,75
BBsf	1,50	1,75	2,25

Estreses de tasa de compra

La tasa de compra es definida como el valor agregado de las nuevas compras dividido por el valor agregado de los pagos de principal en un mes dado, expresado en porcentaje. Un portafolio con una tasa de compra del 100% tendrá un saldo constante de principal durante el período de la amortización del título. En contraste, una tasa de compra del 0% es acorde con un portafolio solamente amortizando y con títulos que se amortizan paralelamente. Por lo general, Fitch asume que en el escenario base ('Bsf') existe una tasa de compra del 100%, sin

embargo, estreses son aplicados en niveles de calificación más altos para reflejar el riesgo de una reducción en el nivel de compras.

Al buscar un nivel de estrés apropiado para cada escenario de calificación, Fitch va a considerar particularmente los siguientes factores:

Composición de la cartera

La tasa de compra futura va a estar expuesta a la disposición del originador de permitir cargos en las cuentas de las tarjetas de crédito. La decisión del originador – ya sea la compañía original, una tercera entidad compradora, o un receptor tal como el *Federal Deposit Insurance Corp.* en los EE.UU. – de restringir la capacidad de cargar a las tarjetas de crédito de los deudores impactará en forma negativa la tasa de compra. Fitch espera que las decisiones del originador sean conducidas tomando en consideración el riesgo de la cartera. Asimismo, frente a un evento de insolvencia del originador, el riesgo crediticio del portafolio va a ser una consideración importante para cualquier potencial comprador de las cuentas de tarjetas de crédito. Un portafolio diversificado y de buena calidad crediticia tiene mayor probabilidad de ser adquirido y de mantener una capacidad de crédito que un portafolio más riesgoso y menos diversificado.

Transferibilidad de la cartera

Las cuentas de tarjetas de crédito que utilizan redes universales de adquisición tales como Visa o MasterCard y sistemas estándar de operación de la industria, van a estar sujetas a estreses de tasa de compra más bajos relativos a tarjetas que sólo pueden ser usadas en un número limitado de lugares, tales como tarjetas de tiendas específicas. Mientras que un estrés de 100% para la tasa de compra, la cual asume que no se permiten compras futuras, puede ser establecida para tarjetas de tiendas específicas, en el caso de las tarjetas universales se puede asumir que los deudores van a seguir beneficiándose con el uso de la tarjeta y esa porción del portafolio podría ser transferida a un originador alternativo.

Fortaleza del originador

La capacidad del originador de financiar la adquisición de nuevas compras dentro del fideicomiso mientras que las cobranzas de principal de los créditos actuales son usadas para pagar los títulos de los inversionistas, es un factor que determina la fortaleza financiera del emisor y la diversidad en las fuentes de financiamiento. Fitch aplicará estreses de tasa de compra más altos, los cuales crean tasas de compra efectivas más bajas, a originadores con bajas calificaciones. Para carteras de originadores con una amplia franquicia de banca minorista y con diversas fuentes de financiamiento, se asumirá una mayor capacidad de financiar nuevas compras y por lo tanto, estas carteras estarán sujetas a estreses de tasas de compra más bajos.

El estrés de tasa de compra tiene implicaciones muy significativas desde el punto de vista del modelamiento del flujo de caja. Todo lo demás constante, una transacción con un estrés completo de tasa de compra (es decir, sin nuevas compras asignadas al fideicomiso) necesita una mayor CE para cubrir el déficit en entornos de estrés y de amortizaciones tempranas. Esto ocurre ya que la generación de créditos adicionales por parte del fideicomiso tiende a producir cobranzas mensuales de principal mayores en términos absolutos, comparado con un período de amortización total. Asimismo, en la mayoría de los fideicomisos, las cobranzas de principal son asignadas entre los intereses del originador y los del inversionistas de forma fija durante el período de amortización temprana. El porcentaje fijo es establecido una vez que comienza el período de amortización temprana y se mantiene constante hasta que se paga la totalidad de los montos del inversionista. Este es un atributo estructural importante ya que los

inversionistas se benefician de una mayor asignación del principal cobrado durante el período de pago cuando los créditos amortizados son sustituidos por nuevos créditos, que en escenarios de amortización total o de liquidación de la cartera. Es por esto que en estas estructuras la compra continua de créditos por parte del fideicomiso facilita un pago más rápido de los títulos de los inversionistas.

Riesgo de Contraparte

Las calificaciones de transacciones ABS de tarjetas de crédito de Fitch incluyen un elemento de dependencia de la fortaleza financiera de ciertas contrapartes, ya sea en la forma de dependencia operacional o a través de una dependencia crediticia, en forma de obligaciones de pago. Las contrapartes podrían incluir el banco cobrador de las cuentas de tarjetas de crédito, el administrador y el proveedor de los swaps de tasas de interés.

Para abordar el riesgo de contraparte, los documentos de la transacción por lo general incluyen mecanismos estructurales que apuntan a reducir la dependencia de contrapartes específicas. El riesgo de contraparte se evalúa basado en el tipo de exposición, así como la calificación de la contraparte. Fitch aplica la metodología descrita en el informe titulado “Counterparty Criteria for Structured Finance and Covered Bonds” de fecha 13 de mayo de 2013, disponible en el sitio Internet de Fitch, en www.fitchratings.com (el criterio de contraparte).

Riesgo de fungibilidad (Commingling) y de interrupción de pago

En las transacciones ABS de tarjetas de crédito, la cobranza a los tenedores de tarjetas generalmente se remite al banco del administrador antes de ser transferidas a las cuentas del fideicomiso. El período de fungibilidad (*commingling*) se refiere al número de días en que las cobranzas se encuentran en manos del administrador o su banco antes de ser transferidas a las cuentas del fideicomiso.

En caso de una insolvencia o quiebra del administrador o su banco, existe el riesgo que los fondos cobrados de los tenedores de tarjeta podrían mezclarse con los fondos del administrador o del banco insolvente si no se encuentran completamente aislados/separados. Además, los pagos a las cuentas del fideicomiso probablemente serán interrumpidos mientras que se estén estableciendo acuerdos de pago alternativos (riesgo de interrupción de pago).

En aquellos casos en que el administrador o el banco en que éste tenga su cuenta no cumplen con el nivel de calificación mínimo descrito en la metodología de contraparte, generalmente se provee un soporte de liquidez para mitigar el riesgo de interrupciones de pago de intereses para los bonos calificados. Para más detalles, véase la metodología de contraparte de Fitch.

Estructura legal y opiniones

Tal como en otras transacciones de ABS, las titularizaciones de tarjetas de crédito se estructuran para aislar los créditos del riesgo de quiebra o insolvencia de otras entidades involucradas en la transacción. Por lo general, esto se logra cuando el originador transfiere los créditos (ya sea directa o indirectamente, dependiendo de la estructura elegida y el tipo de entidad que hace la transferencia) en la forma de una venta real hacia un SPV, el cual emitirá los títulos hacia los inversionistas. Para más detalles sobre consideraciones relacionadas al análisis de los SPV ver el informe de Fitch titulado “Global Structured Finance Rating Criteria” publicado el 24 de mayo 2013, disponible en el sitio Internet de Fitch www.fitchratings.com.

Fitch espera recibir opiniones legales confirmado que el flujo de caja derivado de los activos (o de cualquier otra parte relevante de la transacción como ser contrapartes en un swap) no será

afectado o disminuido. Dependiendo de la estructura legal de la transacción, Fitch espera ver opiniones que tomen en cuenta, entre otras cosas : (i) el aislamiento de los activos del riesgo de quiebra/insolvencia del originador; (ii) que los títulos otorgan una garantía perfecta de primer orden en beneficio de los tenedores de los bonos; y (iii) la situación impositiva del SPV emisor, tanto como una entidad impositivamente neutral, o si el SPV emisor está gravado impositivamente, la naturaleza y los montos de dichos impuestos. Las opiniones provistas pueden variar a causa de diferentes jurisdicciones y diferencias materiales serán indicadas en los informes de calificación de la transacción. En jurisdicciones afuera de los Estados Unidos, la asignación de un derecho de garantía puede seguir distintas leyes según lo dictado por las leyes de valores locales.

Estructura de pasivos

Fitch revisa la estructura de pasivos de las transacciones que son presentadas por los originadores y sus organizadores. Fitch identifica los riesgos bajo distintos escenarios de calificación y se forma una opinión sobre la capacidad que tienen esas estructuras de mitigar tales riesgos. La siguiente sección presenta las características estándares de una transacción típica de ABS de tarjetas de crédito y el enfoque analítico de Fitch, sin embargo, cabe señalar que Fitch no recomienda ni aprueba ninguna estructura particular. Mayores detalles de las estructuras típicas de ABS de tarjetas de crédito son presentadas en el Anexo 4 en la página 30.

Mejora crediticia (Credit Enhancement o CE)

La primera protección de la CE es proporcionada por el *excess spread*. Bajo ciertas estructuras éste puede ser acumulado en una cuenta de *spread*. Los títulos preferentes o intermedios suelen beneficiarse de la CE dura en forma de subordinación o sobrecolateralización. La CE también es a menudo encontrada en la forma de una reserva de efectivo. Algunas estructuras ofrecen al emisor una opción de aplicar una tasa de descuento y por lo tanto aumentar los niveles de rendimiento y *excess spread*; esto puede respaldar el desempeño del fideicomiso, pero Fitch normalmente no supone que estas opciones se ejercen. Estructuras de fideicomiso maestro también incluyen una mínima participación del vendedor; sin embargo, esta característica generalmente no otorga CE. Fitch revisará la estructura de la CE pertinente a cada transacción y la incluirá dentro de su modelo de flujo de caja.

Diferencial de tasas (Excess Spread)

La tasa de rendimiento de las tarjetas de crédito, la cual es alta con respecto a otros tipos de créditos de consumo, suele ser suficiente para cubrir los intereses de los inversionistas y los gastos del fideicomiso y aun poder hacer una contribución para el reembolso de la incobrabilidad. El *excess spread* es reportado en forma neta, después del reembolso de los incumplimientos.

En periodos de desempeño favorable, el *excess spread* después de incumplimientos normalmente será positivo, y el excedente será pagado al vendedor o retenido en el fideicomiso en una cuenta de *spread*. Tasas de *excess spread* negativas luego de cubrir los incumplimientos indica que el fideicomiso está en un estado de estrés y que los títulos serán pagados en su totalidad sólo si se dispone de suficiente CE duro.

Cuenta de spread

En estructuras ABS de tarjetas de crédito, el *excess spread* puede ser retenido en una base mensual para el beneficio de los títulos subordinados de acuerdo al desempeño de gatillos predefinidos. Sin embargo, el *excess spread* puede disminuir rápidamente y puede no ser

capaz de acumular un monto suficiente para cubrir las pérdidas. Es por esto que Fitch no suele dar crédito a cuentas de *spread* en escenarios de calificación por sobre 'BBB+sf'.

En la evaluación de la CE disponible que puede proporcionar una cuenta de *spread*, Fitch evalúa la capacidad que tiene la transacción de generar un *excess spread* que financie la cuenta de *spread* por sobre un escenario de estrés determinado. La atención se centra en la velocidad de cambio en un entorno de estrés correspondiente a la calificación de los títulos subordinados.

Un caso base para el financiamiento de la cuenta de *spread* será establecido mediante el análisis de la volatilidad histórica del *excess spread* y la estructura de gatillos. El caso base representa la cantidad de CE que Fitch considera que se puede derivar de la cuenta de *spread*. Si el nivel de *excess spread* histórico es bajo o muy volátil, se le dará poco o ningún crédito a la capacidad para fondear la cuenta de *spread* en el caso base. De esta manera, estructuras con los mismos gatillos pueden no tener la misma CE por la variación en el desempeño histórico del *excess spread*.

Si bien el desempeño histórico es una consideración importante, Fitch es consciente que el desempeño futuro del *excess spread* puede desviarse de su historia por cualquier factor que pueda afectar de forma significativa la tasa de rendimiento o la incobrabilidad del portafolio. De esta manera, Fitch toma en cuenta otras variables cualitativas al evaluar la cuenta de *spread*, como cambios regulatorios, entorno competitivo y entorno económico.

Además, Fitch considera los matices estructurales para cada cuenta de *spread* individual y hace ajustes cualitativos al flujo de caja del escenario base. Por ejemplo, crédito adicional puede ser otorgado cuando la estructura está diseñada con un mecanismo de liberación lenta en el caso de mejoras en el desempeño en un corto plazo.

Durante la vida de una transacción, una cuenta de *spread* puede ser fondeada o no en diferentes períodos. Fitch da crédito a los depósitos que son fondeados por adelantado independientemente de los niveles de *excess spread*, pero sólo da crédito parcial a cuentas de *spread* completamente fondeadas si la estructura permite la liberación inmediata de efectivo frente a una mejora en el desempeño, a menos que la liberación sea para facilitar el inicio de la amortización acelerada o la aceleración de los pagos de los títulos.

Sobrecolateralización y subordinación

Créditos en exceso al monto total de los valores emitidos, indistintamente de su clase, protegen los títulos calificados ante el riesgo de incumplimiento de los créditos. Normalmente las pérdidas se asignan primero a los títulos de más baja calificación. La asignación de las pérdidas y el perfil de amortización de los bonos preferentes y subordinados impactan el grado de protección provisto.

Cuenta de colateral en efectivo

Una cuenta de colateral en efectivo (*cash collateral account*, o CCA) es simplemente una cuenta fondeada al comienzo de la transacción, a la que se puede recurrir para cubrir determinadas carencias. La disponibilidad de una CCA proporciona liquidez en caso de interrupciones de la administración. Si el efectivo de la CCA se invierte en instrumentos de corto plazo, Fitch evaluará el riesgo de contraparte asociado a esta CE.

Opción de descuento

Algunos fideicomisos ABS de tarjetas de crédito pueden optar por utilizar una opción de descuento, lo cual efectivamente reclasifica las recaudaciones del principal de los créditos

como cobranzas de cargos financieros buscando aumentar el rendimiento de la cartera y el *excess spread*.

Hay dos métodos principales mediante los cuales suele ser aplicada la opción de descuento; una en la que la opción de descuento se aplica a todos los créditos ya existentes y otra en la que se aplica a los nuevos créditos que se agregan o compran después de una fecha determinada. En cualquier caso, Fitch no da ningún crédito a la opción de descuento si no se extiende a lo largo de la vida total del bono con mayor plazo emitido por el fideicomiso.

Participación del vendedor

Los fideicomisos de tarjetas de crédito típicamente requieren que el cedente mantenga un interés de propiedad (referido como la participación del cedente o el interés del vendedor) en el fideicomiso, a menudo en un rango entre 4%-7%. La porción del fideicomiso en manos del vendedor por lo general tiene la misma prelación de pago que la participación del inversionista. Por lo tanto, éste no está disponible para proteger ante un deterioro general del desempeño de los activos, como en el caso de la incobrabilidad.

Sin embargo, el vendedor suele estar obligado a reembolsar al fideicomiso por pérdidas causadas por operaciones fraudulentas, diluciones o compensaciones. Si el vendedor debe reembolsar al fideicomiso y es incapaz de utilizar otras fuentes de fondo, la participación del vendedor puede ser usada para cubrirlo. Por lo tanto, Fitch analiza la magnitud de estos riesgos en relación al nivel mínimo documentado para la participación del vendedor.

Amortización de títulos

Los títulos de tarjetas de crédito por lo general tienen un cronograma de amortización y una fecha final de vencimiento legal. En el caso de operaciones con una amortización *bullet*, el cronograma de amortización puede ser precedida por un período de acumulación controlado. Las calificaciones de Fitch consideran el pago del principal del título a la fecha de vencimiento legal.

Fitch revisa la documentación de la transacción y los informes de administración para identificar cuando los títulos comienzan a amortizarse. Normalmente, la amortización comienza ya sea al activarse un gatillo de amortización anticipada, o en una fecha predeterminada, por ejemplo un cronograma de amortización, lo que ocurra primero.

Fitch revisará los documentos específicos a la transacción para identificar la medida en que existen gatillos para mitigar los riesgos identificados.

Gatillos de desempeño

Teniendo en cuenta que los títulos calificados están expuestos al desempeño de los activos subyacentes, la mayoría de las estructuras suelen incluir un rango de gatillos basados en el desempeño. Típicos gatillos basados en el desempeño pueden incluir los siguientes:

- Tres meses en que el *excess spread* promedio caiga por debajo de cero.
- Tres meses en que el pago mensual promedio caiga por debajo de un nivel establecido.
- Tres meses en que la tasa de incumplimiento promedio exceda un nivel determinado.
- Incumplimiento del pago del principal en su totalidad en la fecha de amortización.
- La participación del vendedor cae bajo de un nivel establecido.
- El saldo del principal del portafolio cae bajo el nivel de inversión.

En opinión de Fitch, el *excess spread* es el indicador de rendimiento clave ya que incorpora el impacto combinado de las tasas de rendimiento, los gastos, y las tasas de incobrabilidad. Una evolución negativa de cualquiera de dichos parámetros, sin una compensación positiva, dará lugar a una reducción en los niveles de *excess spread*.

Los *excess spread* negativos se producen cuando el rendimiento neto no es suficiente para reembolsar el costo íntegro de los incobrables, exponiendo al fideicomiso a una base de activos que se agota. Es por esto que Fitch espera que dicho evento pueda desencadenar una amortización anticipada de los títulos.

Las estructuras que presenten gatillos de amortización anticipada adicionales basados en el desempeño podrían ser consideradas positivamente por Fitch, por ejemplo, gatillos basados en parámetros de desempeño individual tales como la tasa de rendimiento, la tasa de incobrables, o la MPR. La relevancia de tales gatillos aumenta en escenarios donde los parámetros de ciertos originadores hayan mostrado un historial de inestabilidad o cuando Fitch tenga preocupaciones específicas sobre el desempeño futuro.

Gatillos de vendedor / administrador

Teniendo en cuenta que los títulos también están expuestos al desempeño de determinadas obligaciones de las contrapartes, los gatillos de amortización anticipada a menudo van a estar asociados al desempeño de dichas obligaciones. A continuación se indican gatillos típicos:

- Falta o imposibilidad de realizar los depósitos o pagos necesarios de acuerdo a los documentos legales.
- Incumplimiento o incapacidad de transferir créditos al fideicomiso cuando sea necesario.
- Declaraciones o garantías falsas que se mantengan sin corregir, por lo general, durante 60 días.
- Ciertos eventos de incumplimiento, quiebra, insolvencia o cesación de pagos del vendedor o administrador.

Análisis de flujo de caja

El modelo de flujo de caja propiedad de Fitch es usado para analizar los flujos proyectados del activo y del pasivo para la estructura. El objetivo del análisis es poner a prueba la capacidad del fideicomiso para utilizar el efectivo recolectado de una cartera de activos bajo estrés para pagar oportunamente los intereses y lograr pagar en su totalidad el principal antes de la fecha de vencimiento legal de los títulos. La tabla que se observa más abajo, proporciona un ejemplo de la CE necesaria para cubrir el déficit acumulado durante el período de amortización anticipada para cada una de las distintas categorías de calificación considerando tanto cupones de tasa fija como de tasa variable.

Fitch modelará la fase de amortización de la transacción, comenzando en el cronograma de amortización. En la práctica, la amortización podrá comenzar antes como resultado de la activación de un gatillo de amortización anticipada, sin embargo, este escenario sería menos estresante ya que el período de amortización máximo permitido sería extendido.

Fitch personaliza su modelo de flujo de caja para incorporar características adicionales específicas de la transacción. Si bien el modelo de flujo de caja es una consideración importante al momento de determinar la calificación final, las mismas son en última instancia asignadas por un comité de crédito de Fitch, el cual toma en cuenta factores tanto cuantitativos como cualitativos.

Modelando el activo

La estructura de los activos está destinada a representar los créditos del fideicomiso. Fitch determina el total de las recaudaciones mensuales mediante la aplicación de una MPR estresada al saldo de créditos al comienzo del mes. La porción de intereses de la recaudación total se calcula aplicando los supuestos de rendimiento estresado al saldo de créditos al comienzo del mes, y la porción del principal es calculada deduciendo la porción de interés del monto total de recaudaciones. Las pérdidas mensuales se calculan aplicando la tasa de incobrabilidad estresada al saldo de créditos del comienzo del mes. Las nuevas adquisiciones se calculan aplicando la tasa de compra estresada sobre el monto de recaudaciones de principal al comienzo del mes. El saldo de créditos para el final del mes se calcula como el saldo inicial del mes, menos la recolección de principal y los incumplimientos, y más las nuevas compras.

Los estreses se aplicarán inmediatamente para el caso de la tasa de rendimiento, de la MPR y de la tasa de compra, mientras que los incumplimientos serán incrementados linealmente a su nivel de estrés, en un plazo de seis meses.

Modelando el pasivo

La estructura de pasivos tiene como intención la de representar los títulos que son el objeto de análisis por Fitch. Fitch distribuye las cobranzas mensuales de capital, interés y los incobrables entre los títulos basándose en la asignación de porciones relevantes, ya sean fijas o variables. Las recaudaciones de principal son asignadas para pagar los saldos pendientes de los títulos. Las recaudaciones de intereses se ven reducidas por los cargos de administración, los pagos de intereses de los títulos, y por los incobrables; durante períodos de estrés, los resultados mensuales pueden ser negativos. Se compara la suma de los déficits

Estrés del escenario de base de Fitch – Ejemplo

(%)

Variable	Supuestos del caso base	Escenarios de estrés de Fitch			Timing
		AAAsf	Asf	BBBsf	
Rendimiento	17	35	25	20	Baja - inmediata
Tasa de Pago Mensual	12	45	35	30	Baja - inmediata
Incobrables	7	4,5	3	2,25	Sube en 6 meses
Tasa de Compra	100	30	20	15	Baja - inmediata
Datos del Modelo					
Rendimiento	-	11,05	12,75	13,6	-
Tasa de Pago Mensual	-	6,6	7,8	8,4	-
Incobrabilidad	-	31,5	21	15,75	-
Tasa de Compra	-	70	80	85	-
CE (Tasa Fija)	-	17,5	8,5	5	-
CE (Tasa Variable)	-	20,5	10,5	6	-
Con Estrés de 100% Tasa de Compra					
Rendimiento	17	35	25	20	Baja - Inmediata
Tasa de Pago Mensual	12	45	35	30	Baja - Inmediata
Incobrables	7	4,5	3	2,25	Sube en 6 meses
Tasa de Compra	100	100	100	100	Baja - inmediata
Datos del Modelo					
Rendimiento	-	11,05	12,75	13,6	-
Tasa de Pago Mensual	-	6,6	7,8	8,4	-
Incobrables	-	31,5	21	15,75	-
Tasa de Compra	-	0	0	0	-
CE (Tasa Fija)	-	35,5	24,5	19,5	-
CE (Tasa Variable)	-	39,5	27,5	21,5	-

mensuales durante los períodos de amortización más el saldo pendiente de los títulos que no es pagado a la fecha de vencimiento legal con la CE disponible para comprobar si los títulos son capaces de soportar el estrés para una determinada calificación.

Las recaudaciones de principal durante el período de amortización anticipada son asignadas en forma fija como un porcentaje del monto invertido sobre el saldo de créditos al comienzo del período de amortización anticipada. Sin embargo, las cobranzas por cargos financieros pueden ser asignadas en forma tanto fija como variable. Para detalles adicionales vea el Anexo 4. La asignación fija de las cobranzas de cargos financieros es favorable para la transacción si se están añadiendo créditos nuevos durante el período de amortización anticipada. Esta característica no aporta ningún beneficio si Fitch considera que los créditos nuevos no entrarán al fideicomiso, como es en el caso de las tiendas pequeñas que es probable que soliciten un proceso de protección de bancarrota, donde el saldo del principal en el fideicomiso disminuye al mismo tiempo que la amortización de la titularización. Fitch generalmente le da crédito total a la asignación fija de cobranzas de cargos financieros en su modelo de flujo de caja. Si Fitch decidiera darle crédito parcial o ningún crédito a esta característica, esto se divulgará en el informe específico de la transacción.

Análisis de sensibilidad

Además de comprobar si los títulos pueden soportar ciertos escenarios de estrés, Fitch también usa su modelo de flujo de caja para realizar análisis de sensibilidad para cada título. Este análisis proporciona información sobre la capacidad del título para soportar escenarios alternativos respecto a los supuestos del escenario base. Para mayor detalle, ver Anexo 5 en la página 37. Los resultados del análisis de sensibilidad sólo deben ser considerados como uno de los potenciales resultados, dado que la transacción está expuesta a múltiples factores de riesgo que son dinámicos. El análisis de sensibilidad no debiera ser usado como un indicador del futuro desempeño de la calificación.

Honorarios de administración

Fitch modela los honorarios de administración en una posición preferente en un escenario de estrés. Este enfoque se basa en la expectativa de Fitch de que ante un reemplazo o sustitución de un administrador por un evento de estrés, la nueva entidad siempre tendrá una posición preferente. Desde la perspectiva de una calificación, los supuestos con respecto al tamaño y la prioridad de los costos de administración son consideraciones importantes ya que impactan el flujo de caja disponible y la cobertura de pérdidas. En situaciones en las que Fitch considera que los honorarios de administración establecidas no cubren adecuadamente los costos de mercado, se modelará una tarifa más alta dentro del entorno de estrés.

Fitch evalúa la presencia de cualquier acuerdo de administración alternativo que pudiera haber dentro de los documentos legales. En algunos fideicomisos, un tercer participante accede a administrar el portafolio a cambio de una tarifa predeterminada en caso de que el vendedor/administrador original ya no esté en condiciones de hacerlo o si no se cumplen ciertas condiciones. El crédito que se le da a la tarifa predeterminada se basa en una revisión del acuerdo de administración de respaldo, los tipos y niveles de administración que serán provistos, la transferibilidad de las operaciones y plataformas de administración, y la fortaleza financiera y operacional de las partes implicadas. Dependiendo de los términos del acuerdo, las tarifas de administración de respaldo serán modeladas fuera de los flujos de caja del fideicomiso.

Riesgo de tasa de interés y riesgo de base

Al modelar los intereses pagados a los títulos, Fitch toma en cuenta la estructura de intereses de los títulos y considera distintos escenarios de tasa de interés.

Títulos con tasa flotante

Las transacciones con títulos a tasa flotante están expuestas al riesgo de aumento de tasas de interés de mercado ya que la carga por servicios de intereses a los títulos aumenta. Fitch testea los flujos de caja en escenarios de tasa de interés creciente de acuerdo con el informe de Fitch titulado "*Criteria for Interest Rate Stresses in Structured Finance Transactions and Covered Bonds*", publicado en enero de 2013, disponible en el sitio web de Fitch, www.fitchratings.com.

Como las transacciones de tarjetas de crédito están más expuestas durante la primera parte del período de amortización, cuando los saldos de los títulos son mayores, Fitch aplicará un estrés de corto plazo, descrito en los criterios de tasa de interés, al comienzo del período de amortización.

En tales escenarios, es clave la interacción entre las tasas de rendimiento de los activos y las tasas de interés de mercado. Cuando las tasas de rendimiento no están vinculadas directamente a las tasas de interés del mercado pero tienen flexibilidad, Fitch asume que se mantiene un margen mínimo positivo, aunque comprimido, entre el rendimiento del activo y las tasas de interés del mercado. Sin embargo, el efecto neto de un aumento de las tasas de interés del mercado siempre tiene un efecto de estrés sobre una transacción con títulos de tasa flotante, ya que el rendimiento de los activos se comprime mientras que los gastos de los títulos aumentan. Este análisis se refleja en el tercer escenario de estrés de rendimiento. Para más detalles ver la sección de Estrés de Calificación de este reporte.

Cuando los contratos de tarjetas de crédito subyacentes contengan disposiciones específicas sobre el reajuste de tasas, Fitch le dará crédito a esto en escenarios de tasas crecientes, sin embargo, Fitch tendrá en cuenta los riesgos y/o los desajustes de tiempo.

Títulos con tasa fija o con swap de tasas

Cuando los títulos presentan tasas fijas o swaps de tasas de intereses, Fitch modelará las tasas contractuales. En escenarios donde las tasas de mercado aún puedan afectar las transacciones a través de la tasa de rendimiento, Fitch puede modelar escenarios con tasas de interés de mercado estable o decreciente.

Análisis de desempeño (seguimiento)

El equipo de análisis de seguimiento de Fitch mantiene calificaciones oportunas para cada una de las transacciones ABS de tarjetas de crédito calificadas por Fitch, con la continua vigilancia de los créditos de tarjetas de crédito basados en el desempeño actual de la cartera y en un análisis profundo de los flujos de caja de los créditos.

Indicadores de desempeño

El continuo seguimiento de un fideicomiso ABS de tarjetas de crédito toma en consideración tanto el desempeño real declarado por el fideicomiso como las expectativas de Fitch sobre el futuro desempeño de los indicadores claves, incluyendo: la MPR, la tasa de rendimiento, los niveles de morosidad, los incobrables, el *excess spread* y los niveles de CE, entre otros.

Fitch revisa los datos claves de desempeño y la información pertinente provista en los reportes mensuales del administrador, los cuales detallan los pagos a los títulos del fideicomiso, el

desempeño de los activos, y las características del portafolio. Luego los datos son comparados con las expectativas iniciales, el desempeño de similares y las tendencias. Cualquier desviación con respecto a los niveles históricos es investigada.

Frecuencia de la revisión

Si se identifica que una transacción esta desempeñándose fuera de lo esperado, se llevará a cabo una revisión completa, y cualquier recomendación que pueda haber será presentada ante un comité de crédito. Si el desempeño se mantiene dentro de las expectativas, Fitch realizará una revisión en profundidad de la transacción al menos una vez al año.

Metodología

La metodología de seguimiento es consistente con el enfoque inicial de calificación de Fitch, donde el desempeño del colateral y los cambios estructurales, si existiesen, son revisados antes del análisis de flujo de caja. El análisis se centra en los niveles de CE disponibles para la protección de las distintas clases de títulos y si, bajo condiciones de estrés, la transacción puede soportar un nivel de pérdida proporcional con el riesgo asociado al nivel de la calificación. El resultado del nivel de pérdida de equilibrio para los títulos proporciona una indicación de la lejanía de los títulos al deterioro del desempeño del activo.

A través del tiempo, el desempeño puede tender positiva o negativamente alejándose de los niveles históricos. Si el desempeño del colateral del fideicomiso comienza a desviarse significativamente de los supuestos del escenario base, Fitch llevará a cabo una revisión a fondo de la cartera lo cual puede dar lugar a la asignación de nuevos supuestos de escenario base, que a su vez, podrían tener un efecto sobre los niveles de CE y las calificaciones de las series emitidas por el fideicomiso.

El análisis de flujo de caja no ofrece por si solo un análisis completo de una transacción ABS de tarjetas de crédito, y cualquier acción de calificación va a ser resultado de un análisis completo de las series y del fideicomiso, reflejando la opinión global de Fitch sobre cómo debería desempeñarse la transacción dados los factores antes mencionados y el probable impacto que tendría un cambio en el desempeño sobre los títulos calificados.

Entornos de estrés

Debido a la naturaleza de los créditos, el impacto de los factores externos sobre el desempeño del fideicomiso puede ser alto, y como tal, cualquier acción de calificación incorporará la opinión de Fitch sobre los efectos de, entre otras cosas, el desempleo, los préstamos de tarjetas de crédito, el endeudamiento de consumidores y los niveles de insolvencia sobre el rendimiento de los activos titularizados.

Para el propósito del seguimiento continuo, y durante períodos económicos de estrés, un cierto valor de compresión en los múltiplos de pérdida puede considerarse cuando se monitorea el desempeño de una transacción ABS de tarjetas de crédito. El enfoque de Fitch “a través del ciclo” le permite a los títulos con calificaciones altas entre las categorías ‘AAA’ y ‘AA’ experimentar una cierta cantidad de compresión múltiple antes de requerir una baja en la calificación. El enfoque refleja la intención de que la mayoría de las calificaciones de títulos de alta calidad permanezcan estables a través del tiempo y que en general no respondan a la evolución de un ciclo económico típico.

Fitch usa un rango de múltiplos de pérdida (múltiplos de seguimiento) para cada categoría de calificación que puede diferir de los múltiplos usados durante el proceso de calificación inicial de una transacción. Los múltiplos de seguimiento permiten que la compresión absorba los cambios en el desempeño producidos por cambios en las condiciones económicas en cada

nivel de calificación. Similar al rango de múltiplos usado para calificar transacciones nuevas, los múltiplos son más bajos para aquellas carteras donde se espera una mayor cantidad de incobrables, debido a que se espera que la volatilidad de las pérdidas disminuya para carteras con niveles de incumplimientos remanentes más altos. Los múltiplos de cobertura de pérdidas se determinan comparando el monto de pérdida neta proyectada con la CE disponible. Fitch también podría otorgar crédito a la maduración de la transacción, entre otras cosas, así como los estreses ya incorporados en el análisis al cerrar la transacción.

Cambios en el colateral

En conformidad con la documentación de la transacción, el originador puede agregar o retirar cuentas de tarjetas de crédito del fideicomiso, sujeto a las condiciones documentadas. Cada adición de cuentas puede afectar, de forma positiva o negativa, la composición del portafolio. Fitch espera recibir notificaciones y tablas de estratificación de cualquier adición o remoción de cuentas. Fitch analizará las tablas de estratificación para determinar el impacto esperado en el rendimiento global de la cartera de activos.

Cuando las adiciones de cuentas son consideradas significativas en términos de tamaño, o están compuestas por créditos materialmente diferentes, por ejemplo de una diferente marca o subproducto, Fitch llevará a cabo un extenso análisis según los pasos descritos en la sección de Análisis del Activo de este informe. Fitch también tomará en cuenta la suficiencia de los niveles de CE de acuerdo al análisis del activo actualizado.

Alcance de la metodología y limitaciones

Este criterio global describe la metodología de Fitch Ratings para analizar securitizaciones de cupones de tarjetas de crédito y puede ser aplicado tanto para calificaciones internacionales como nacionales.. Este criterio ha sido diseñado para analizar los riesgos y características de las transacciones observadas hasta hoy. Transacciones que no cumplen con todos los elementos descritos en este criterio pueden ser aun calificables si existen suficientes elementos estructurales y otros mitigantes que cubran el riesgo crediticio. Por el contrario, transacciones pueden incluir riesgos relacionados al activo, legal o estructura que no fueron tratados en este criterio. En estos casos, Fitch puede considerar enfoques de calificaciones alternativos, utilizar límites máximos a la calificación o declinar la calificación de la transacción en su totalidad.

Anexo 1 – Evaluación operacional del originador / administrador

El proceso de revisión del originador / administrador de Fitch analiza la calidad y eficacia de las operaciones de originación y administración de una organización, así como su cumplimiento con las normas establecidas, la estabilidad de operacional, y la solidez de los procedimientos de control interno. La revisión se centra en tres factores principales: el desempeño corporativo, la originación y la administración, usando referencias estándares de la industria y medidas cualitativas.

Desempeño corporativo

La revisión de Fitch incorpora una evaluación de la estructura corporativa del administrador (su historial operacional, características, estabilidad, y condición financiera) para determinar la viabilidad de la empresa durante la vida de la transacción. Como parte de esta evaluación, Fitch revisa las actividades de fusiones/adquisiciones, planes de expansión, o intenciones de salirse de o reducir ciertos negocios específicos que puedan influenciar el desempeño operacional. Agresivos objetivos de crecimiento que involucren adquisiciones de cartera requieren un mayor escrutinio con respecto a la capacidad de volumen y los recursos del administrador, así como la planificación y ejecución de integración.

Fitch analiza la experiencia y antigüedad de los empleados de originación y administración en tres niveles: la administración superior, los mandos intermedios y el resto del personal. La contratación de empleados, la rotación y la retención son factores importantes que se revisarán, así como la estabilidad y profundidad del equipo administrativo. El entrenamiento y los programas de incentivos también son incluidos en la evaluación del originador/administrador.

Fitch también revisa la infraestructura corporativa de administración de riesgos, tomando la consistencia del sistema de control interno con respecto al tamaño de la organización y el alcance de las operaciones. Fitch revisa cómo se monitorea el riesgo operacional, cómo se administra el riesgo regulatorio y cómo se controlan las funciones de auditoría (tanto internas como externas). Esto incluye el monitoreo de la calidad del trabajo del empleado y las técnicas de prevención de fraudes.

Fitch revisa la originación, los estándares que la regulan, y los sistemas de administración de créditos, incluyendo la funcionalidad principal de todos los sistemas que son críticos para la originación y las funciones de administración, tales como solicitudes, políticas, mantención de cuentas, recaudaciones y mitigación de pérdidas. Factores importantes incluyen la integración, automatización y mantenimiento del sistema. Las recuperaciones ante desastres y los planes de reanudación de negocios, incluyendo rutinas de resguardo de datos y mantenimiento de fuentes de energía alternativas, son consideraciones importantes.

Operaciones de originación y evaluación

El proceso de revisión del originador/administrador de Fitch incluye una evaluación del proceso de originación de cuentas y sus estrategias. El enfoque de la revisión del originador está en la capacidad del originador/administrador de idear y ejecutar una aproximación a las originaciones que sea complementaria a las competencias y objetivos estratégicos fundamentales de la empresa. Fitch evalúa la implementación de la gestión de contacto con posibles clientes y los métodos para solicitar nuevos tenedores de tarjeta, incluyendo el uso de múltiples canales (tales como correo directo, telemarketing, o e-mail) y la conversión de oportunidades de ventas cruzadas. Importante para la originación de nuevas cuentas es la eficacia de un indicador de puntaje de clientes para campañas dirigidas y el uso de puntajes crediticios (*credit scores*) disponibles tanto internamente como externamente.

Fitch revisa las operaciones de evaluación para analizar el *credit scoring*, la asignación de líneas y los métodos de fijación de precios usados, para determinar si estos son personalizados, y si son empleados de manera efectiva y validados regularmente. La capacidad de incorporar los resultados de programas anteriores y los datos de camadas como parte de un proceso iterativo también es evaluada. La proceso de decisión y aprobación crediticia son componentes de la revisión.

Fitch revisa la gama de tarjetas de crédito ofrecidas por el originador. Fitch analiza los aspectos específicos de ciertos productos de tarjetas de crédito que puedan tener implicaciones en el desempeño de la cartera de créditos titularizados, por ejemplo, programas de recompensas, ofrecimientos de tasas bajas, y distintos canales de originación. Las conclusiones de esta parte de la revisión se incorporan al análisis de activos de Fitch.

Operaciones de administración

Las funciones de administración de ABS de tarjetas de crédito revisadas por Fitch incluyen la gestión de cuentas, el procesamiento de pagos, el servicio al cliente, las cobranzas, la mitigación de pérdidas y las operaciones de recuperación. Un aspecto importante de la administración de tarjetas de crédito es el control que la administración ha puesto en marcha para garantizar la calidad de los servicios de administración. Además, Fitch revisa la supervisión de la administración y la gestión de los procesos para cada área. Si el administrador subcontrata a un tercero para llevar a cabo ciertas funciones, específicamente el servicio al cliente y las cobranzas, Fitch evaluará la capacidad del administrador de desempeñar estas funciones internamente y evalúa la calidad de la supervisión y del control que se realiza sobre el subcontratado.

Mantenimiento de cuentas

Fitch revisa las funciones de administración de cuentas mirando varias áreas operacionales, incluyendo lo siguiente:

- Puntuación (*scoring*) de la cuenta del cliente y validación de la tarjeta de puntajes (*scorecard*).
- Administración del ciclo de vida del producto, incluyendo la activación de la cuenta, la retención y la gestión del rendimiento.
- Eficacia de la autorización.
- Gestión de la línea de crédito.

Procesamiento de pagos

Una de las preocupaciones principales de Fitch en este ámbito es la eficiencia e integridad con la que el administrador maneja y presenta los pagos a la cuenta del deudor. Fitch evalúa los procesos de facturación y pagos mirando varias áreas operacionales, incluyendo lo siguiente:

- Prácticas y puntualidad de la facturación.
- Puntualidad y controles del procesamiento de pagos.
- Controles de la caja.
- Procesamiento de pago manual/excepcional.

Servicio al cliente

Debido a que existe una interacción diaria con los clientes, Fitch le da gran importancia a la función de servicio al cliente y evalúa la medida en la que las mejores prácticas, tales como la

realización de encuestas a los deudores y la implementación de procedimientos ante una escalada de reclamos, son empleadas. Los controles de calidad y la supervisión del servicio al cliente también son consideraciones importantes. Fitch evalúa las funciones del servicio al cliente mirando lo siguiente lo siguiente:

- La gestión de llamadas de los clientes.
- La gestión de correspondencia y correo electrónico de clientes.
- La gestión de reclamos
- Indicadores, tales como la velocidad media de respuesta y la tasa de abandono.

Cobranzas/recaudaciones, mitigación de pérdidas y recupero

La eficacia del proceso de cobranza y de la gestión de incumplimientos del administrador es uno de los determinantes clave del desempeño de cualquier portafolio ABS. Fitch revisa las recaudaciones, la mitigación de pérdidas y las funciones de recupero mirando varias áreas de operación, incluyendo:

- Gestión de la estrategia de contacto y técnicas de cobranza, incluyendo la localización de deudores.
- Tratamiento, programas para deudores con dificultades, y esfuerzos para mitigar pérdidas, incluyendo la reincidencia.
- Indicadores, incluyendo cuentas morosas por cobrador, tasa de contacto con el deudor correcto y tasa de penetración de discado automático. Las tasas de migración y tendencias de las morosidades también son consideradas.
- Tasas de incobrabilidad y recupero.

Fitch tiene opiniones favorables sobre originadores/administradores que usan técnicas de puntuación de riesgo y comportamiento para determinar la estrategia de cobranza y la metodología de contacto -por ejemplo, el uso estratégico del discado automático y la priorización de llamadas a través de la segmentación de riesgo y la calidad de asignación, a los cobradores experimentados a las cuentas con mayor riesgo.

Anexo 2: Revisión in situ de tarjetas de crédito – Ejemplo de la guía de puntos a tratar

Compañía y revisión del management

- Historia de la compañía y estructura organizacional.
- Revisión de la división de tarjetas de crédito e historia.
- Plan de negocios de la compañía/corporación.
- Historia actual y proyectada de los volúmenes originados y administrados.
- Funciones tercerizadas y procesos de monitoreo.
- Auditorías interna, externa y regulatoria.
- Administración/cumplimiento/políticas y procedimientos del riesgo regulatorio.

Originación de cuentas

- Originación: estrategia/objetivos/perspectivas de crecimiento.
- Estrategia y objetivos de comercialización.
- Procesamiento de solicitudes, suscripción, aprobación, asignación de límites y tasas.
- Excepciones a las suscripciones, prevención de fraude y control de calidad.
- Desarrollo y aplicación del score card.

Mantenimiento y administración de la cuenta

- Administración de línea de crédito, autorizaciones, retención de cuentas y estrategia para excesos en los límites.
- Proceso de administración del efectivo (facturación, canales de distribución y excepciones).
- Servicio al cliente (llamadas, internet, correspondencia y manejo de disputas).
- Administración de quejas de los clientes.
- Reporte a los bureau de crédito.

Administración de las cobranzas e incumplimientos

- Desarrollo y entrenamiento del personal: incentivos y control de calidad.
- Esquema de las operaciones de cobranzas, proceso y eje temporal.
- Estrategia de cobranzas y evaluación (incluyendo el uso de socios externos).
- Administración de contactos, incluyendo el uso de marcadores automáticos y localización de personas.
- Programas de tratamiento y planes de pago para mitigar pérdidas.
- Manejo de quiebras y procesos de acuerdo.
- Incobrabilidad y esfuerzos/ tasa de recupero.

Experiencia de sustitución en la administración

- Administración del portafolio y experiencia pasada.
- Capacidad.
- Plan de transición y estructura del acuerdo de administración.

Reportes a los inversores

- Temporalidad y precisión de los reportes.
- Calidad de la información provista.

Tecnología

- Revisión tecnológica y sistemas en uso.
- Iniciativas en sistemas, capacidad operativa y plan de continuidad del negocio.

Recorrido por las instalaciones / monitoreo de las llamadas

Anexo 3: Estudio de validación de estreses de tarjetas de crédito: Conclusiones detalladas del estudio de Fitch del noreste

Fitch periódicamente valida los escenarios de estrés usados en su modelo de flujo de caja. Los estreses fueron desarrollados estudiando las observaciones históricas del desempeño de tarjetas de crédito entre 1989-2006, y se validaron mediante el análisis del desempeño observado durante la recesión de 2007-2009.

Estudio del noreste de Fitch

En 2006, Fitch condujo un estudio de volatilidad de desempeño de tarjetas de crédito que consideró cambios extremos en el rendimiento, la MPR, los niveles de incobrabilidad, de morosidad y el *excess spread* basándose en observaciones históricas del período 1989-2006. El objetivo fue referenciar y recalibrar los estreses de colateral de tarjeta de crédito contra observaciones históricas. Este estudio examina el desempeño agregado, así como el desempeño individual de las categorías *prime*, *subprime* y *retail*. El grupo de datos compilado para el estudio de validación contiene más de 38,000 observaciones por variable (es decir, rendimiento, incobrabilidad y MPR) de 123 fideicomisos, incluyendo fideicomisos discretos de principios de los años noventa así como más de 800 series emitidas por varios fideicomisos maestros. El análisis incluye estudios de recesión y de camada que le permiten a Fitch formular estreses para las calificaciones del rango superior de grado de inversión a pesar de no contar con observaciones reales para éstas.

El período de observaciones incluye dos recesiones nacionales: la de 1990 y la de 2001. Aunque la recesión nacional del año 2001 haya tenido la misma duración que la de 1990, (ocho meses, según el *National Bureau of Economic Research*), ésta no tuvo la misma intensidad, y la economía tomó menos tiempo en recuperarse. Los datos del *Bureau of Economic Analysis* muestran que la economía estadounidense se demoró cuatro trimestres para exceder su máximo anterior en el ciclo 1990-1991, mientras que tomó sólo un trimestre para recuperarse de la recesión del 2001. También hubo una extensa consolidación entre emisores durante ese período.

Para validar los estreses, los períodos de volatilidad fueron analizados revisando series de tiempo de rendimiento, MPR, incobrabilidad y morosidades. Las observaciones fueron estandarizadas y ordenadas por rango. Luego se desarrollaron percentiles, los cuales se calzaron con las referencias de estrés relevantes para las diferentes categorías de calificación. Las observaciones de más alto rango fueron examinadas para determinar qué tanto se desviaron de las estadísticas descriptivas compiladas dentro del fideicomiso y de la industria como un todo. El cambio porcentual de las observaciones por percentil se comparó con los estreses actuales, y se llegó a la conclusión que los estreses son adecuados y razonables.

Comparación de cartera

(Cambio % entre 1990–1992)

	Nacional	Noreste
Incumplimientos	Aumentó a 5.21% desde 3.60% (45.00%)	Aumentó a 6.80% desde 3.75% (75.00%)
MPR	Aumentó a 14.07% desde 13.56% (3.75%)	Disminuyó a 12.00% desde 13.59% (-11.6%)
Rendimiento	Permaneció estable entre 20.25%–20.75%	Permaneció estable en 20.00%
Desempleo	Aumentó a 6.76% desde 5.16% (31.00%)	Aumentó a 8.25% desde 3.25% (250.00%)
Registros de Bancarrota Personal	Aumentó en 51.00%	Aumentó en 334.00%

Nota: Con fines de comparación, el Noreste incluye los siguientes estados: Maine; New Hampshire; Vermont; Massachusetts; Rhode Island; New York; New Jersey y Connecticut.

Dada la baja incidencia de volatilidad de desempeño y calificación sobre ABS de tarjetas de crédito, no se pueden construir los potenciales escenarios de incumplimiento usando únicamente el desempeño histórico. Para crear referencias de estrés, se comparó las tasas de incobrabilidad entre la recesión de 1990 y la recesión de 2001.

Debido a la intensa competencia que hubo, se relajaron los estándares de evaluación justo antes que la economía empezó a desacelerarse en 2001. Los datos de camada muestran que la camada del 2001 tuvo un desempeño débil generalizado a lo largo de toda la industria. Se compararon los datos de camada de los dos períodos recesivos, y luego se compararon estos datos con un período no recesivo para simular los efectos que los cambios en la evaluación pueden tener sobre la cartera cuando ésta esté pasando por un entorno económico difícil.

Usando datos de diferentes fuentes de la industria, incluyendo varias entidades nacionales emisoras de tarjetas de crédito, Fitch aisló las estadísticas de desempeño de regiones específicas. Luego, la agencia comparó la incobrabilidad, las MPR, y los rendimientos en estas regiones durante la recesión de 1990. Los escenarios realistas que se obtuvieron de esta manera se están usando como base para las calificaciones que se encuentran en el rango inferior del grado de inversión, y mejorándolos sustancialmente para las calificaciones del rango más alto del grado de inversión.

Usando 1989 como año base (pre-recesión), Fitch determinó que el Noreste, definido como Maine, New Hampshire, Vermont, Massachusetts, Rhode Island, y Connecticut, fue la región que mostró el peor desempeño en EE.UU. La información para la comparación se compiló usando una cartera de tarjetas de crédito compuesta durante la recesión de 1990.

El dramático incremento en las tasas de incumplimiento refleja los niveles más altos de bancarrota personal y desempleo en ciertas partes del Noreste. Las tasas de bancarrota se consideran un factor importante para los incobrables en tarjetas de crédito, representando hasta un 50% de las pérdidas de tarjetas de crédito.

Colapso del Bank of New England

Fecha	Bajas de calificación realizadas por Fitch	
	Desde	Hasta
Agosto 1989	Asf	BBB+sf
Diciembre 1989	BBB+sf	BB+sf
Enero 1990	BB+sf	CCCsf
Enero 1991	CCCsf	Dsf

El aumento en los incobrables fue menos severo a nivel nacional que en la región del Noreste, debido a que el país como un todo raras veces experimenta el mismo nivel de cambios económicos en forma simultánea que las regiones individuales. Es mucho más típico para los EE.UU. experimentar recesiones ondulantes en las cuales las diferentes regiones experimentan desaceleraciones secuenciales.

Aunque el estudio obtuvo hallazgos claros en términos de incobrabilidad y bancarrotas, los resultados con respecto al rendimiento de la cartera y las MPR fueron menos tajantes. Fitch encontró que estas variables estuvieron afectadas por varios otros factores, especialmente la competencia en el mercado de tarjetas de crédito, el mayor uso de transferencias de saldos, y la introducción de tarjetas de marcas compartidas (*co-branding*). Como resultado, los efectos verdaderos de las condiciones recesivas fueron difíciles de aislar para las MPR y el rendimiento de la cartera.

Durante este período, varios bancos regionales del Noreste que tenían calificaciones en el rango bajo del grado de inversión, tales como el Bank of New England, terminaron insolventes. Debido a la severidad de la recesión y el comportamiento correspondiente en términos de incobrabilidad de tarjetas de crédito, Fitch usó las observaciones de las condiciones del

Noreste y los problemas crediticios resultantes para desarrollar su escenario de estrés para la categoría de calificación 'BBBsf' basado en datos históricos.

Pruebas de Desempeño desde 2007

La tabla en la página 27 muestra el cambio en el desempeño *U.S. prime* desde el punto máximo hasta el punto mínimo desde principios de 2007 hasta marzo de 2010. Durante ese período, la tasa de desempleo, la cual históricamente ha estado altamente correlacionada con las tasas de pérdidas de tarjetas de crédito, subió drásticamente a 10,0% desde 4,6%, y las declaraciones de bancarrota personal aumentaron en 82%. Los incobrables de tarjetas de crédito se incrementaron 2,65x a 11,52% desde una base muy baja de 4,31% a principios de 2007, mientras que las tasas de pago permanecieron constantes durante el período completo. El rendimiento bruto, excluyendo el efecto de los descuentos, cayó en aproximadamente 10%, lo cual se debió principalmente a la reducción en el índice de la tasa *prime*. Sin embargo, la caída estuvo parcialmente compensada por los esfuerzos de los emisores de tarjetas por establecer nuevas tarifas.

Comparación de cartera — US Prime Cards Index

(Cambio % entre 2007–2010)

	Nacional
Incumplimientos ^a	Aumentaron a 11,52% desde 4,31% (2,65x)
MPR	Permanecieron estables en 19,00%
Rendimiento ^b	Disminuyó a 16,00% de 18,28% (10,18%)
Desempleo	Aumentó a 10,1% (máximo) de 4,6% (2,20x)
Declaración de Bancarrota Personal ^a	Aumento en 82,50%

^aLas declaraciones de bancarrota y los incobrables fueron artificialmente bajos a principios de 2007, debido al alza en bancarrotas a fines de 2005. ^bEl efecto de la opción de descuento se elimina del cálculo del rendimiento bruto. La mayor parte de la reducción en el rendimiento está impulsado por la caída en el índice del colateral – la tasa *prime*, parcialmente compensada por los esfuerzos de los emisores de tarjetas por establecer nuevas tarifas.

Los resultados de estos estudios demostraron que los estreses de Fitch son conservadores pero no punitivos. Los estudios confirmaron que los escenarios de estrés, cuando se comparan con un intervalo de confianza derivado de observaciones históricas, son comparables con los riesgos abordados por la calificación asociada. Los escenarios usados para el rendimiento y la MPR son más conservadores que el desempeño observado en la realidad, tomando en consideración que regulaciones más estrictas restringirán aún más la habilidad del emisor de tarjetas de ajustar la tarifa la cartera, y que las condiciones macroeconómicas podrían potencialmente ser más severas que aquellas observadas durante el transcurso de este análisis.

Anexo 4: Tipos de fideicomisos y características de Fideicomiso Maestro (Master Trust)

Fitch revisa la estructura de pasivos de las transacciones que son presentadas por los originadores y sus organizadores. Fitch identifica los riesgos bajo diferentes escenarios de calificación y se forma una idea de la habilidad de las estructuras para mitigar dichos riesgos. La siguiente sección describe las características estructurales típicas para ABS de tarjetas de crédito; sin embargo, debe recalcarse que Fitch no recomienda ni aprueba ninguna característica estructural en particular.

Fideicomiso Maestro — Estructura vinculada

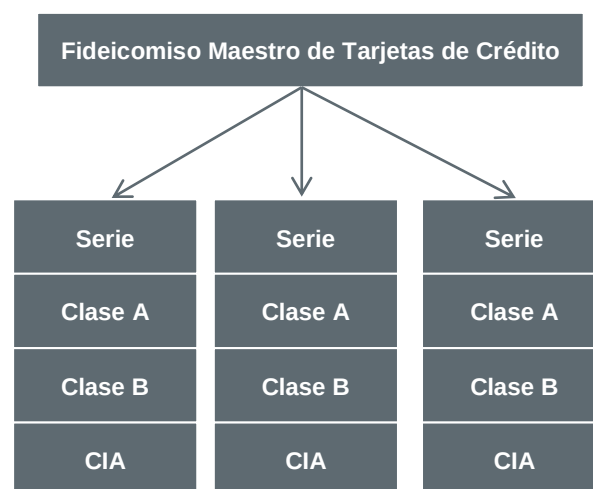
La estructura del fideicomiso maestro le permite a las entidades emisoras vender instrumentos múltiples a través del mismo fideicomiso, todos respaldados por la misma cartera de créditos. Los créditos no se encuentran segregados para determinar qué serie de instrumentos están respaldando. En vez de ello, los créditos están agrupados de tal manera que todos los créditos respaldan a todos los instrumentos emitidos por el fideicomiso.

Para garantizar que el monto completo invertido por los tenedores de títulos es invertido en deuda de tarjetas de crédito, el tamaño de la participación del vendedor debe permanecer en o por encima de un porcentaje mínimo del valor de los créditos que forman parte del fideicomiso. La participación del vendedor no le otorga CE a los inversionistas, ya que se le asigna una participación pro rata de las cobranzas y pérdidas y no está

disponible para cubrir insuficiencias en el principal. Además, sólo se le asigna el excedente del flujo de caja generado por los cargos financieros cobrados a los créditos después de pagar el cupón del inversionista, la comisión por administrar la cartera del colateral, los incobrables y otros gastos del fideicomiso. Para aquellos fideicomisos que no requieren una participación mínima del vendedor, se incorporará una CE adicional a la transacción para cubrir los riesgos de fraude y dilución.

El vendedor está obligado a agregar cuentas de tarjetas de crédito al fideicomiso si su participación cae por debajo del mínimo requerido. Si el vendedor no puede proveer cuentas adicionales, se realizará una amortización temprana. Antes de agregarse un monto significativo de cuentas (generalmente definido como un aumento de una sola vez por más de 20% o una serie de incrementos que excedan un 15% dentro de un período de tres meses), Fitch revisa la composición de la cartera colateral y la compara con la composición que tuvo en el momento de establecer los niveles de CE. Además, la mayoría de los fideicomisos

Fideicomiso Maestro



CIA – Monto de colateral invertido

maestros permiten una eliminación aleatoria de cuentas y créditos asociados a éstas dentro del fideicomiso, sujeto a la revisión de la calificadoradora de riesgo.

Fideicomiso de deuda del propietario (*Owner Note Trust*)

El fideicomiso propietario (*owner trust*) para los instrumentos clase C fue desarrollado para colocar la clase de deuda generalmente considerada como la más subordinada dentro de las ABS de tarjetas de crédito, es decir el monto de colateral invertido (*collateral invested amount*, CIA). Esta estructura transfiere los flujos de caja asignados al CIA a un fideicomiso propietario (*owner trust*), el cual subsiguientemente emite deuda que se encuentra respaldada por su participación en estos flujos de caja.

Mejoras adicionales a la estructura del fideicomiso propietario le han permitido a los emisores crear bonos de clase A, B, y C. Un certificado de colateral fue emitido por el fideicomiso maestro al fideicomiso propietario, y los flujos de caja subyacentes fueron asignados a diferentes series. Más adelante se refinó esta estructura al establecer un nuevo fideicomiso de deuda del propietario maestro para emitir bonos directamente sin la necesidad de una transferencia en dos etapas (véase el cuadro).

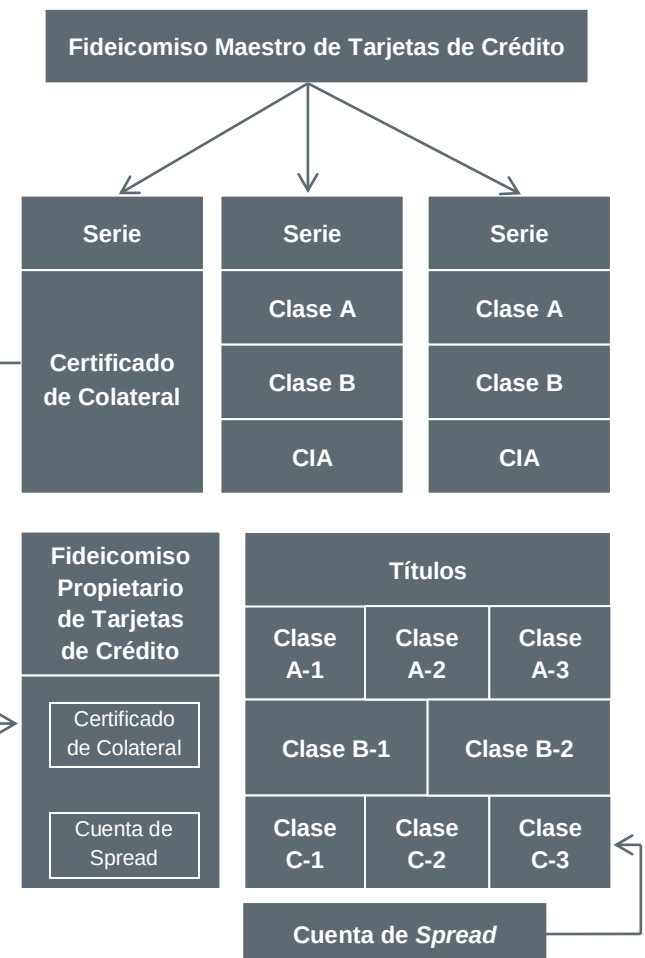
Fideicomiso de Emisión

Fideicomiso de Emisión (Desvinculado)

Un fideicomiso de emisión es una estructura maestra desvinculada, es decir, una estructura en la cual cada clase de deuda puede ser vendida en forma independiente, con diferentes condiciones, vencimientos y cupones.

La mayoría de las estructuras permiten la tanto emisión de bonos tradicionales A, B y C, con fondos calzados, como bonos preferentes y subordinados emitidos independientemente con vencimientos no calzados. Al aplicar el paradigma de emisión de múltiples series, las entidades emisoras pueden manejar oportunidades de financiamiento en forma más eficaz al explotar estratégicamente diferentes focos de demanda del inversionista a lo largo de las calificaciones.

Una de las características



CIA – Monto de colateral invertido

única implícita en la tecnología de emisiones de series múltiples es que todas las subclases de bonos subordinados respaldan las clases preferentes de estas series (es decir, las series de emisiones múltiples usan la colateralización cruzada). Aunque los bonos pueden ofrecerse en cualquier fecha, los bonos preferentes sólo pueden ofrecerse si el monto subordinado requerido, tal como se describe en los documentos legales de la transacción, está disponible en el momento de la emisión, sin considerar el vencimiento esperado de los bonos subordinados. Por lo tanto, los bonos subordinados, los cuales respaldan los bonos preferentes, pueden tener una fecha de pago de principal esperada anterior a la fecha de pago de principal esperada de los bonos preferentes. En dichos casos será necesario emitir bonos subordinados de reemplazo antes de repagar los bonos subordinados que se están venciendo.

Si los bonos de reemplazo no son emitidos antes de la fecha de pago esperada para los bonos subordinados, las recaudaciones de principal asignadas serán depositadas en una cuenta de financiamiento de principal designada para los bonos preferentes que respaldan hasta que se hayan financiado por completo estos bonos preferentes. Esto asegura una ininterrumpida protección para los tenedores de bonos preferentes y puede resultar en que los bonos subordinados se paguen en una fecha posterior a la esperada. La sincronización del pago de los bonos subordinados bajo ese escenario dependerá de la tasa de pago de principal de ese momento. Fitch se siente cómodo con este mecanismo, ya que éste permite el pago oportuno de intereses y principal en cada fecha de pago final legal de cada uno de los bonos bajo un escenario estresado conmensurado con la calificación más alta asignada.

Características de Fideicomiso Maestro (Master Trust)

Los fideicomisos maestros ABS de tarjetas de crédito generalmente se describen como socialistas o no socialistas, dependiendo de los mecanismos de asignación de flujos de caja. Generalmente, los fideicomisos socialistas asignan recaudaciones e insuficiencias basados en las necesidades agregadas de todas las series. Los fideicomisos no socialistas las asignan basados en la participación pro rata de cada serie. Ambos tipos de fideicomiso maestro pueden ser establecidos con ya sea una o varias carteras de reasignación. La mayoría de los fideicomisos tienen una sola cartera, en la cual se incluyen todas las series. Dependiendo de la estructura del fideicomiso, las series dentro de la misma cartera podrían compartir principal y/o *excess spread*, y tener la habilidad de hacer descuentos o de fijar asignaciones de cargos financieros.

Compartir principal

El fideicomiso permite la distribución del excedente de las recaudaciones de principal a todas las series que se encuentran en su etapa de acumulación o amortización. Debido a que una serie en su etapa revolviente no tiene requerimientos de pago de principal, las recaudaciones de principal asignadas a esta serie estarán disponibles para su reasignación. Además, las recaudaciones de principal en exceso del monto controlado de una serie estarán disponibles para su reasignación. La característica de reasignación de principal le da mayor seguridad a los inversionistas con respecto al pago oportuno del principal, sin que haya riesgos adicionales para otras series.

Compartir excess spread

Existen diferentes maneras de compartir el *excess spread* dentro de una cartera. Algunas carteras pueden haberse formado como una cartera socialista, en la cual los cargos financieros cobrados son asignados entre las diferentes series dependiendo de la necesidad de cada una. El interés pagado para cada serie en la cartera será el gasto promedio

ponderado de cada serie. Por lo tanto, la serie con el cupón más alto recibirá la mayor proporción, y la serie con el cupón más bajo recibirá la menor proporción. El *excess spread* para cada serie será el mismo, debido a que cada una tendrá el mismo cupón por pagar. En efecto, las carteras o los fideicomisos socialistas comparten el *excess spread* en la parte superior de la cascada del flujo de caja. El *Citibank Credit Card Master Trust*, *Citibank Issuance Trust*, y *Chase Issuance Trust* (antes conocido como *Bank One Issuance Trust*) son ejemplos de fideicomisos socialistas.

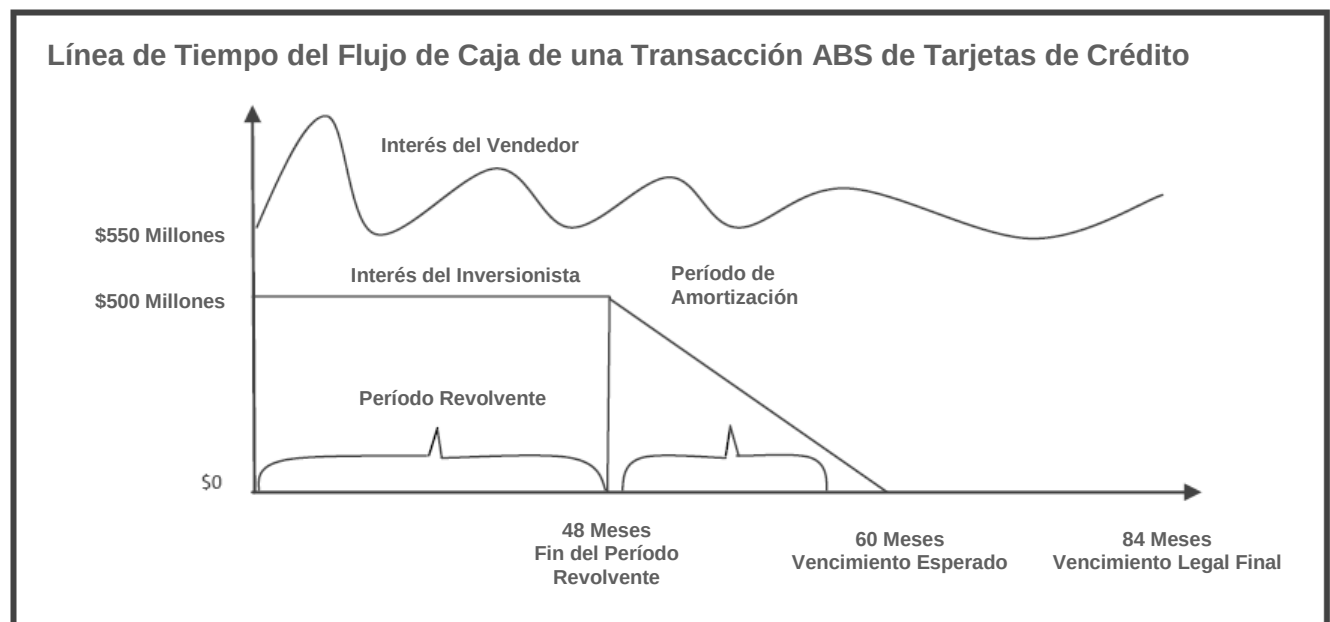
Otros fideicomisos asignan las recaudaciones por cargos financieros en forma pro rata, basado en el tamaño. Por lo tanto, cada serie recibirá el mismo monto proporcional de los cargos financieros, y la serie con el cupón por pagar más bajo tendrá la mayor cantidad de *excess spread*. Este monto estará disponible para su reasignación hacia otras series, especialmente aquellas con los cupones más altos, si su *excess spread* es reducido a cero.

Asignación de flujos de caja

La estructura típica de una transacción tiene tres períodos de flujo de caja distintos – período revolvente, período de acumulación o amortización controlada, y el período de amortización anticipada. Cada período desempeña una función distinta y asigna los flujos de caja de forma diferente. Esta estructura de pagos está diseñada para imitar a un bono corporativo tradicional en el que los pagos de intereses se realizan cada mes y el capital es pagado en una solo pago *bullet* en la fecha de vencimiento.

En el período revolvente se paga el interés pero no el principal. En el periodo de acumulación o amortización controlada, los pagos de interés son efectuados y un monto definido de principal recaudado se destina a una cuenta o se paga inmediatamente al inversionista cada mes durante la duración de este período. En el período de amortización anticipada, los intereses son pagados y el principal es repagado tan rápido como se pueda.

Las recaudaciones de los créditos son clasificadas como cargos financieros o como recaudaciones de principal. En cada uno de los tres períodos, los cargos financieros suelen asignarse en forma flotante como porcentaje del monto invertido actual sobre el saldo de las cuentas. Las cobranzas mensuales de cargos financieros son usadas para pagar los cupones



a los inversionistas y los cargos por administración, así como para cubrir los créditos considerados como incobrables en el mes. El monto que quede después de haber pagado estos gastos se llama *excess spread* y se entrega al originador. Sin embargo, las recaudaciones de principal son asignadas de forma distinta durante cada período.

Período revolvente

Durante el período revolvente, las recaudaciones de cargos financieros son usadas para cubrir los gastos del fideicomiso (incobrabilidad, cupones de bonos y costos de administración), y las recaudaciones de principal son usadas para comprar nuevos créditos generados en las cuentas designadas o una porción de la participación del vendedor, si es que no existen nuevas cuentas. Si la cantidad de créditos nuevos disponible es insuficiente para mantener el saldo necesario, se gatillará la amortización anticipada, ya que la participación del vendedor o del cedente habrá caído bajo los niveles mínimos requeridos. En algunos casos, el exceso de recaudación de principal será depositado en una cuenta de exceso de fondos y será mantenido hasta que el vendedor o cedente pueda generar más créditos de tarjetas. El riesgo de amortización anticipada induce al vendedor/cedente a mantener su participación en un nivel sobre el mínimo. El período revolvente continúa por un período de tiempo predeterminado, el cual típicamente, es de dos a cinco años.

Amortización controlada o acumulación controlada

Al final del período revolvente, comienza el período de acumulación o amortización controlada. En el caso de una amortización controlada, la cual normalmente tiene una duración de 12 meses, las recaudaciones de principal en un monto igual a 1/12 del monto invertido ya no son reinvertidas cada mes pero son pagadas a los inversionistas acorde con un calendario predeterminado. Algunas series pueden tener períodos controlados más largos o cortos y por lo tanto pueden tener pagos de amortización controlada más pequeños o grandes. Cualquier monto de principal recaudado que exceda la cantidad controlada va a ser reinvertido en nuevos créditos, tal como en el período revolvente. Los intereses serán pagados solamente sobre el saldo pendiente de los bonos al comienzo del mes respectivo.

La acumulación controlada sigue un procedimiento similar, la única diferencia es que los pagos controlados se depositan en una cuenta fiduciaria o en la Cuenta de Fondos de Capital cada mes, y son mantenidas hasta la fecha de vencimiento esperada. Al final del período de acumulación, el importe total invertido habrá sido depositado en la cuenta respectiva, y se le pagará el principal adeudado a los inversionistas en una sola cuota en la fecha de vencimiento. Los fondos depositados en la Cuenta de Fondos de Capital serán invertidos en instrumentos de corto plazo que presenten altas calificaciones.

Debido a que los intereses devengados por esta cuenta debiesen ser menores que el cupón de los títulos (es decir, tienen *carry* negativo), la cuenta de reservas es usualmente fondeada en forma previa al comienzo del período de acumulación. Si los fondos en la Cuenta de Fondos de Capital se atrasan con respecto al calendario de acumulación controlada y son insuficientes para pagar el principal a los inversionistas hasta el período de vencimiento legal, el fideicomiso vendería los créditos remanentes para pagar a los inversionistas, si fuese necesario.

La duración del período de acumulación controlada varía y suele ser reducida a 1 mes si es que pasa una prueba de tasa de pago predefinida la cual, considerando el desempeño reciente, determina si va a recolectar suficiente principal en el mes para poder pagar de forma completa a los inversionistas. Fitch también considera que obligaciones adicionales pueden ser adeudadas durante este período para asegurar que los flujos de caja sean suficientes para

cumplir con la demanda. Los pagos de interés se efectuarán en forma mensual sobre el total del monto invertido. Con esta estructura, los inversionistas continuarán recibiendo solamente intereses a lo largo del período de acumulación.

Amortización anticipada o rápida

La amortización anticipada es una característica común en las estructuras ABS de tarjetas de crédito. Normalmente, si ocurre algún evento que gatille una amortización anticipada, la operación entra automáticamente en un período de amortización anticipada o rápida y comienza a pagar a los inversionistas inmediatamente, antes de la fecha de pagos prevista. Algunos de los gatillos de amortización anticipada más comunes incluyen el incumplimiento de declaraciones y las garantías por parte del vendedor/administrador, la incapacidad del vendedor/administrador de transferir los créditos al fideicomiso cuando sea necesario, y ciertos eventos de incumplimiento, quiebra o insolvencia del vendedor o administrador.

La amortización anticipada también puede ser causada por acontecimientos en el desempeño del colateral, vinculados al *excess spread*, las pérdidas o la MPR. El más común de estos es un gatillo por *excess spread*, en el que la transacción entra en un período de amortización anticipada si el promedio móvil trimestral del *excess spread* cae bajo cero. Mientras que el *excess spread* generalmente se define como el rendimiento de la cartera menos gastos de la serie (por ejemplo: cargos y comisiones financieras cobradas menos intereses pagados, incobrables asignados, cargos por administración y pagos netos de derivados), éste puede variar levemente dependiendo del fideicomiso, debido a la posibilidad de incluir un *excess spread* compartido en estos cálculos.

Un deterioro severo de los activos, problemas con el vendedor/cedente o con el administrador, o ciertos problemas legales pueden gatillar una amortización anticipada en cualquier momento durante la vida de la transacción, ya sea en el período revolvente, de amortización o de acumulación. En estos casos, la transacción entra automáticamente en un período de amortización anticipada y comienza a pagar a los inversionistas de inmediato, aunque sea antes de lo previsto, o en determinadas circunstancias después de lo esperado. Todas las recaudaciones de principal se distribuirán entre los inversionistas, pagando primero los títulos preferentes. Se le distribuirá el principal a los títulos más subordinados sólo después de que los títulos preferentes hayan sido pagados por completo. Las recaudaciones de principal durante un período de amortización temprana o rápida se asignan en forma fija como porcentaje del monto invertido sobre el saldo de las cuentas al comienzo de la amortización temprana. El porcentaje fijo original se mantiene a lo largo de la amortización temprana hasta que todas las clases hayan sido repagadas.

Amortización regulada

Específico a ciertos fideicomisos de tarjetas de crédito en el Reino Unido, la duración del período de amortización puede estar sujeta a un mínimo regulatorio, tal como se especifica en la documentación del fideicomiso relevante. Un período de amortización resulta típicamente después de que se active un gatillo de amortización temprana basado en el desempeño y tiene el efecto de extender la amortización por un período de tiempo mínimo, por ejemplo de 12 o 18 meses, independiente de la capacidad de los flujos de caja para apoyar una amortización más rápida. El propósito de esta característica estructural es el de reducir cualquier potencial estrés de liquidez sobre el originador en el evento que el fideicomiso maestro esté sujeto a una amortización temprana.

Asignación fija de cargos financieros

Esta característica permite que se asigne un porcentaje más alto de cargos financieros cobrados al inversionista después de un evento de amortización, cuando el efectivo más se necesite. Después de desencadenar un evento, una parte de la participación del vendedor en los cargos financieros cobrados se hará disponible para cubrir insuficiencias en los intereses o las comisiones por administración (o un incobrabilidad) en la participación del inversionista. Por ejemplo, si la participación del vendedor alcanzó un 10% en el momento que se activó la amortización temprana, el 90% de los cargos financieros cobrados se asignará al interés del inversionista hasta que éste se haya repagado en forma completa. En transacciones sin esta característica, los inversionistas reciben la porción pro rata de los cargos financieros recaudados a lo largo del período de pago. Simulaciones de flujo de caja muestran que esta sobreasignación de cargos financieros provee una cantidad importante de soporte incluso bajo escenarios estresantes, y de esta manera reducen las necesidades totales de CE.

Anexo 5 – Sensibilidad de la calificación

Esta sección del informe tiene como objetivo proporcionar un mayor entendimiento de las sensibilidades implícitas en el modelo de la calificación considerando el conjunto de factores de riesgo. Estas sensibilidades sólo describen el impacto implícito en el modelo ante un cambio en alguno de los datos del modelo. Fitch analizará la sensibilidad de las calificaciones de los bonos ante variaciones del desempeño del colateral que difieran de los niveles esperados inicialmente, para todas las transacciones ABS de tarjetas de crédito, tal como se describe en este informe. El enfoque considera múltiples escenarios de estrés, todos los cuales llevan a una reducción en los niveles de cobertura de pérdida disponibles para los bonos. Como resultado de ello, ciertas calificaciones de títulos pueden ser susceptibles a acciones de calificación negativas, dependiendo de la magnitud de la disminución de cobertura.

Una acción de calificación en una transacción existente depende del grado de incumplimientos, la compresión del nivel de cobertura de pérdida en relación a las pérdidas esperadas (compresión del múltiplo), y de la consideración de otros factores cualitativos y cuantitativos al momento del análisis. Al llevar a cabo el análisis de sensibilidad, Fitch examina la magnitud de las compresiones de los múltiplos modelando los flujos de caja esperados y comparándolos con el CE disponible para cada serie de bonos usando inputs estresados en relación a los supuestos del caso base inicial. El resultado de las sensibilidades de calificación debe considerarse como uno entre varios potenciales resultados, ya que la transacción está expuesta a múltiples factores dinámicos. La sensibilidad de calificación no debe ser usada como un indicador del desempeño futuro de la calificación.

Escenario base de estrés de Fitch- Ejemplo

Variable	Supuestos del escenario base	Escenario de estrés de Fitch			Aplicación
		AAAsf	Asf	BBBsf	
Rendimiento	17	35	25	20	Baja - inmediata
Tasa de pago mensual	12	45	35	30	Baja - Inmediata
Incobrabilidad	7	4,5	3	2,25	Aumenta en 6 meses
Tasa de Compra	100	30	20	15	Baja - Inmediata
Datos del modelo					
Rendimiento	-	11,05	12,75	13,6	-
Tasa de pago mensual	-	6,6	7,8	8,4	-
Incobrabilidad	-	31,5	21	15,75	-
Tasa de compra	-	70	80	85	-
CE (tasa fija)	-	17,5	8,5	5	-
CE (tasa variable)	-	20,5	10,5	6	-

Sensibilidad de calificación ante cambios en un factor

Sensibilidad de calificación ante aumentos en incumplimientos

Caso Base	Clase A	Clase B	Clase C
Calificación original	AAAsf	Asf	BBBsf
Aumenta caso base en 25%	AAAsf	Asf	BBBsf
Aumenta caso base en 50%	AAAsf / AAsf	Asf / BBBsf	BBsf
Aumenta caso base en 75%	AAsf	BBBsf	BBsf

Sensibilidad de calificación por disminución en tasa de compra

Caso Base	Clase A	Clase B	Clase C
Calificación original	AAAsf	Asf	BBBsf
Disminuye caso base en 50%	AAsf	Asf/BBBsf	BBBsf/BBsf
Disminuye caso base en 75%	Asf	BBBsf	BBsf
Disminuye caso base en 100%	BBBsf	Bsf	Csf

Sensibilidad por aumentos en incobrables y reducción en MPR

Caso Base	Clase A	Clase B	Clase C
Calificación original	AAAsf	Asf	BBBsf
Aumenta caso base de incobrables en 25% y disminuye caso base de MPR en 15%	AAsf	Asf/BBBsf	BBBsf/BBsf
Aumenta caso base de incobrables en 50% y disminuye caso base de MPR en 25%	Asf	BBBsf	BBsf
Aumenta caso base de incobrables en 75% y disminuye caso base de MPR en 35%	BBBsf	BBsf	Bsf

Sensibilidad de calificación ante cambios en múltiples factores

El análisis de sensibilidad de Fitch consiste en estresar los supuestos del caso base inicial de la transacción y examinar las implicancias de las calificaciones en las distintas series. A modo de ejemplo, en las tablas de arriba, un aumento de 25%, 50% y 75% en el caso base de incobrables representan estreses leves, moderados y severos respectivamente. Como se ilustra en la tabla 'Sensibilidad de Calificación ante Aumentos en Incobrables', con un incremento de 75% sobre el caso base de incumplimientos, el CE disponible para el título clase A podrá aguantar un estrés sobre incumplimientos de acuerdo con una calificación 'AAsf', y no con un nivel 'AAAsf'. (En los casos en los que el múltiplo de cobertura de pérdida esté en el límite entre dos categorías, Fitch mostrará ambas en la tabla de sensibilidad).

Alternativamente, el análisis de sensibilidad de calificación también consiste en estresar una sola variable hasta un nivel en el que la calificación se reduzca: en una categoría completa, a un nivel inferior a grado de inversión, y a 'CCCsf'. Para alcanzar este resultado, Fitch modela los flujos de caja, primero estresando el caso base de incobrables, manteniendo el resto de las variables constantes, hasta un nivel donde se lleve a cabo la acción de calificación. En segundo lugar, para reducir la calificación de un título calificado en 'AAAsf' hasta 'AAsf', se aplican estreses de rendimiento, de MPR y de tasa de compra de acuerdo a una calificación 'AAsf', sugiriendo un aumento en el caso base de tasa de incobrabilidad de hasta 2x, o 100%.

Sensibilidad de calificación por aumentos en incobrables

Caso Base	Clase A	Clase B	Clase C
Calificación original	AAAsf	Asf	BBBsf
Aumenta caso base de Incobrables para reducir la calificación en una categoría completa	2,0x	2,1x	1,9x
Aumenta caso base de Incobrables para reducir la calificación a no-grado de inversión	5,3x	2,8x	1,9x
Aumenta caso base de Incobrables para reducir la calificación a CCC	7,1x	3,8x	2,5x

Un aumento como éste en el caso base de incumplimiento probablemente resultará en que los títulos de la Clase A serían considerados para una potencial baja al nivel de calificación 'AAsf'.

Anexo 6: Tipos de tarjeta

El colateral respaldando la transacción ABS de tarjetas de crédito consiste en créditos generados a través de compras de los clientes y, en algunos casos, en avances en efectivo. Transacciones ABS de tarjetas de crédito generalmente caen en una de dos categorías – ABS de tarjetas de crédito de propósito general o ABS de tarjetas de crédito *retail*.

Tarjetas de propósito general

Las tarjetas de crédito de propósito general son aceptadas por cualquier tipo de establecimiento. La mayoría de las transacciones ABS de tarjetas de crédito de propósito general consisten en créditos de tarjetas Visa o MasterCard. Estos últimos no emiten tarjetas de crédito directamente pero funcionan como asociaciones que apoyan los bancos miembros que emiten las tarjetas de crédito.

Discover y American Express son los únicos emisores de tarjetas de crédito de propósito general que han penetrado el mercado estadounidense en forma exitosa sin depender de asociaciones Visa o MasterCard. Las barreras a la entrada son altas debido a los importantes costos de arranque para construir y mantener una red de pago, así como la intensa competencia en el segmento de tarjetas de crédito.

Tarjetas de afinidad

Los programas de afinidad apuntan a miembros de grupos que tienen un interés en común. Por ejemplo, asociaciones de profesionales médicos, aficionados de las carreras de autos o ex-alumnos de una universidad pueden colocar el logo de su asociación, una fotografía de su conductor favorito o el sello de su escuela en sus tarjetas de crédito. Este lazo grupal genera lealtad hacia la marca. Bank of America es una de las mayores entidades emisoras de tarjetas de afinidad.

Tarjetas de marcas compartidas

Muchas empresas, especialmente las del sector automotriz, las líneas aéreas, y las del comercio minorista, se han aliado con bancos emisores de tarjetas de crédito para comercializar tarjetas de crédito en forma conjunta. Con ello, la empresa trata de promover su producto, mientras que el banco intenta aumentar la cantidad de créditos otorgados. Estas tarjetas premian al tenedor de tarjeta por el uso de ésta. Los premios pueden consistir de rebajas para las compras de automóviles nuevos, pasajes gratis o descuentos futuros en una larga lista de tiendas. Este programa también incentiva al tenedor de tarjeta a pagar sus cuentas en forma oportuna, ya que se puede revocar el premio si cae en incumplimiento. Algunas sociedades (*joint ventures*) en el área de *co-branding* incluyen HSBC y General Motors Corp., Citibank y American Airlines, y JPMorgan Chase & Co. y Continental Airlines. Cada programa tiene diferentes acuerdos para distribuir los gastos e ingresos.

Tarjetas respaldadas

Estas tarjetas se ofrecen a aquellas personas que se encuentran en el rango inferior del espectro crediticio. Como colateral de pago para una tarjeta respaldada generalmente se requiere que el tenedor de tarjeta provea el efectivo o un giro bancario igual a todo o una parte

del máximo crédito disponible. Si la cuenta de tarjeta de crédito respaldada cae en incobrable y todos los métodos convencionales de cobranza fallan, la entidad emisora puede canjear el depósito para cumplir con las obligaciones de pago del tenedor de tarjeta. Estas tarjetas generalmente tienen líneas de crédito y saldos más bajos, así como APR e incobrabilidad brutas más altos que las tarjetas ofrecidas a deudores con mejor calidad crediticia.

Tarjetas *retail*

Las transacciones ABS de tarjetas *retail* incluyen tanto emisores de tarjetas de crédito de tiendas comerciales como emisores de tarjetas de marcas privadas. Los emisores de tarjetas de crédito de tiendas comerciales son empresas del comercio minorista que administran sus propios programas de tarjeta de crédito, mientras que los emisores de marcas privadas son empresas que administran programas de tarjeta de crédito para las empresas del comercio minorista.

Aunque la mayoría de las tiendas comerciales ofrecen la opción de usar ya sea una tarjeta de crédito de propósito general o la tarjeta propia de la tienda, la ventaja de los tenedores de tarjetas *retail* es que el consumidor no tiene que usar el crédito disponible en sus otras tarjetas de crédito, permitiéndole al tenedor de tarjetas compartimentar su endeudamiento. Por ejemplo, un consumidor podría usar su tarjeta Sears para comprar un nuevo refrigerador y pagarlo mediante cuotas fijas por un período de tiempo determinado sin tener que usar parte de su crédito disponible en su tarjeta de crédito de propósito general. El minorista se beneficia de una mayor lealtad del cliente y del aumento en la rentabilidad de sus operaciones financieras.

Tarjetas duales

Varios emisores de tarjetas de marcas privadas han lanzado un programa que ofrece tarjetas duales que combinan las características de una tarjeta de marca privada y las de una tarjeta bancaria de propósito general. Similar al *co-branding*, las tarjetas duales tienen una marca propia que es comercializada a través de la empresa *retail*, pero al mismo tiempo están vinculadas a una asociación de tarjeta de crédito (i.e. Visa, MasterCard, American Express, o Discover). Sin embargo, las tarjetas duales se estructuran de tal manera que una porción de la línea de crédito está designada al uso exclusivo en la tienda comercial, mientras que el uso del remanente de la línea de crédito no está restringido. Algunos emisores reconocen que un enfoque integrado hacia el cliente mediante la emisión de una tarjeta dual podría potencialmente generar un mayor volumen de compras y conducir a promociones, suscripciones y servicios integrados al cliente, así como a una lealtad permanente del cliente. Adicionalmente, las tarjetas duales le ofrecen al minorista un mayor acceso a información sobre los hábitos de gasto y pago del consumidor (por ej., las compras hechas por el cliente en la competencia), lo cual podría aumentar la capacidad de individualizar las estrategias de marketing.

Anexo 7: Historial de amortización temprana

Cálculo del supuesto de pérdida de escenario base

Descripción	Valor ejemplo (%)	Fuente
Incobrables anuales	11,00	Supuesto de escenario base
Rendimiento anual	14,50	Supuesto de escenario base
MPR	13,50	Supuesto de escenario base
Incumplimiento mensual	0,92	= 11% / 12%
Rendimiento mensual	1,21	= 14,5% / 12%
Tasa de pago de principal mensual	12,29	= 13,5% - 1,21%
Supuesto de pérdida del escenario base	6,94	= 0,92% / (0,92% + 12,29%)

En la historia de titularización de tarjetas de crédito en EE.UU., las ocho transacciones que han desencadenado eventos de amortización temprana fueron emitidas por *Chevy Chase FSB*, *Conseco Private Label Master Note Trust*, *First Consumers Credit Card Master Note Trust*, *Next Card Master Note Trust*, *Spiegel Master Trust*, *Southeast Bank*, *Republic Bank (Delaware)*, y más recientemente, *Advanta Business Card Master Trust*. Fuera de los EE.UU. hubo una transacción pública en Corea que desencadenó una amortización temprana en 2003.

En la transacción de *Chevy Chase*, los inversionistas votaron por renunciar al gatillo de tasa base (establecido en un *excess spread* de tres meses de 2%), y la transacción continuó operando en forma normal, aunque con un *excess spread* muy estrecho. Los títulos fueron repagados tal como se había determinado originalmente, y ningún inversionista sufrió pérdidas.

El 19 de diciembre de, 2002, *Conseco Finance Corp.* solicitó protección de quiebra ante la corte, llevando al fideicomiso a una amortización temprana; en junio 2003, *Mill Creek Bank Inc.*, el vendedor, canceló la transacción y los inversionistas fueron pagados en su totalidad.

First Consumers Credit Card Master Note Trust entró la fase de amortización temprana en marzo de 2003 debido a la activación del gatillo de tasa base, y en junio de 2003, la administración de la cartera fue transferida a *First National Bank of Omaha*; los bonos de la serie 2001-A fueron pagados en 2007, mientras que los bonos de clase B, los cuales alcanzaron los USD63 millones, incurrieron una pérdida de USD13 millones. Todas las demás clases fueron pagadas en su totalidad.

Las transacciones de *NextCard Master Note Trust* no fueron calificadas por Fitch. Ambas transacciones, la de *Southeast Bank* y la de *Republic Bank* comenzaron una amortización temprana, y los inversionistas fueron repagados sin incurrir en pérdida alguna, pero en forma más temprana de lo que se había esperado.

Respaldo con contratos financieros pero sin considerarse una transacción típica de tarjetas de crédito, el fideicomiso *Heilig-Meyers Master Trust* fue estructurado en forma similar a una titularización de tarjeta de crédito y entró en amortización temprana en agosto de 2000. Después de la transferencia de la administración y el cierre de todas las tiendas, la cartera experimentó un deterioro severo, ya que los pagos a través de las tiendas habían sido más significativos que los pagos efectuados por correo. Fitch bajó las calificaciones de la transacción a un nivel por debajo de grado de inversión seis meses después de comenzar el período de reembolso. En diciembre de 2002, Fitch bajó todas las calificaciones a 'D', para reflejar la expectativa de que los inversionistas no serían pagados. Las recuperaciones fueron inferiores al 50%.

El *Advanta Business Card Master Trust*, el cual no fue calificado por Fitch, entró en amortización temprana en mayo de 2009, cuando el *excess spread* promedio de tres meses cayó por debajo de cero. Al 31 de mayo, 2011, los bonos Clase A fueron pagados en su totalidad. Se espera que los bonos Clase B, los cuales siguen recibiendo pagos de principal, registren castigos, mientras que los bonos Clase C y Clase D castigaron sus respectivos saldos de principal.

La transacción ABS de tarjetas de crédito coreana, *Plus One Ltd.*, originada por *Kookmin Credit Card*, activó un gatillo de amortización temprana en junio de 2003, cuando su promedio móvil de tres meses de la morosidad de más de 90 días alcanzó 4.425%. Los bonos fueron pagados en su totalidad dentro de un período de dos meses gracias a su alta MPR, la cual alcanzó un promedio superior al 50%.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch 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 a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o dissemination de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.