

Criterios de DBRS: Calificación de los valores de capital subordinado, híbridos, preferenciales y contingentes

DBRS es una agencia de calificación crediticia de servicio completo establecida en 1976. En América del Norte, Europa y Asia, DBRS es respetado por sus evaluaciones externas independientes de asuntos corporativos y gubernamentales. La amplia cobertura que DBRS realiza acerca de bursatilizaciones y transacciones de finanzas estructuradas solidifica nuestra posición como proveedor líder de análisis crediticio global, integral y exhaustivo.

Todas las calificaciones de DBRS, así como sus investigaciones, están disponibles en formato impreso y electrónico en Bloomberg y en DBRS.com, nuestra principal herramienta basada en la web para la entrega de información organizada y actualizada hasta el último minuto. Mantenemos nuestro compromiso de refinar continuamente nuestra pericia en el análisis de la calidad crediticia y estamos dedicados a mantener opiniones objetivas y creíbles dentro del mercado financiero global.

Generalidades del criterio

Este documento describe los criterios de DBRS para calificar Instrumentos de capital bancario: deuda subordinada, híbridos y preferentes, incluidos los instrumentos con características de capital contingente. Creados para proporcionar una protección adicional contra las pérdidas de los depósitos y obligaciones prioritarias, estos instrumentos generalmente están por debajo de la deuda prioritaria no garantizada, pero por encima del capital ordinario. Como reflejo de su finalidad y de los requisitos regulatorios, en el pasado, muchos de estos instrumentos estuvieron entre la deuda subordinada de pago obligatorio con vencimiento fijo y las preferentes. Se espera que en el futuro se emitan más instrumentos con características contingentes y cuyas características de riesgo reflejen tanto su posición en la jerarquía como la naturaleza de sus características contingentes. Los instrumentos con características tanto de deuda como de capital se denominan a menudo como "híbridos". Este criterio no aborda el papel de la deuda prioritaria, que puede ser rescatada cuando un banco está bajo el control de autoridades competentes que llevan a cabo esfuerzos de resolución y recuperación. Estos instrumentos se presentan bajo los principios del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y con propuestas específicas para la absorción de pérdidas totales de capital (TLAC) que se aplica a las instituciones financieras de importancia sistémica mundial (G-SIFI). En Europa, existen también requisitos, que se establecen en la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (BRRD) y en el Requisito Mínimo de Fondos Propios y Pasivos Admisibles (MREL). El impacto de estos nuevos requisitos y de los sistemas de resolución asociados se abordará en futuras mejoras de la metodología bancaria, ya que en todos los países hay una mayor claridad acerca de los marcos jurídicos y de resolución pertinentes.

El entorno normativo actual, en rápida evolución, es particularmente difícil para los instrumentos de calificación de capital bancario. Varios países y regiones han realizado ya considerables esfuerzos para promulgar cambios regulatorios y legislativos, en áreas tales como requisitos de capital, potencial de recapitalización de pasivos y requisitos de liquidez. Algunos de los cambios resultantes de estos esfuerzos ya se están aplicando, pero otros tienen fechas de aplicación más lejanas. Además, los enfoques para la resolución y recuperación bancaria varían entre las distintas jurisdicciones. Las opciones pasan por el punto único de entrada único y los puntos múltiples de entrada. Cuando es factible, algunas jurisdicciones están a la compañía de holding bancario matriz como vía para la resolución en virtud de un único punto de entrada. Este paso podría afectar no solo el riesgo relativo

entre los valores emitidos por la compañía de holding bancario en relación con sus filiales, sino también cambiar la forma que se tratan los instrumentos de capital del banco en las CHB en relación con el tratamiento de este tipo de valores emitidos por bancos filiales. Otros países en los que dichas estructuras empresariales son más difíciles de implementar por razones legales o de otro tipo están considerando legislar y regular para asegurar que la resolución por parte de las autoridades pertinentes sea factible, considerando el objetivo de la recuperación, que también incluye hacer que el banco principal conserve la capacidad de desempeñar actividades críticas. Otro elemento de esta evolución hacia marcos de resolución viables es la introducción de la separación estricta de banca minorista y comercial para evitar el contagio de las actividades de banca que se perciben como más riesgosas. Esta delimitación también tiene por objeto facilitar la resolución de dichos grupos bancarios DBRS considera estos factores regulatorios en evolución en su análisis, ya que hay leyes ya promulgadas y regulaciones relativas en aplicación.

Los cambios legislativos toman tiempo para verse reflejados en las regulaciones y en los requisitos, que pueden ser más o menos onerosos de lo que originalmente se percibe. Además, estos cambios pueden afectar a la evaluación de riesgo en los instrumentos específicos. Por ejemplo, mayores requisitos de capital para que los bancos estén bien capitalizados pueden reducir el riesgo contingente de los CoCos con desencadenantes como ratios regulatorias de capital específicas. Por otra parte, puede haber diferentes amortiguaciones para diferentes tipos de instituciones, por ejemplo, para las SIFI. Las acciones y las políticas recientes indican una mayor disposición y capacidad de los gobiernos para tomar medidas adversas contra los tenedores de instrumentos de capital bancario, incluso con carácter retroactivo. Esto se indica mediante el desarrollo de esquemas de resolución bancaria, pruebas de estrés, requisitos para testamentos vitales requisitos y el aumento de poder para los entes reguladores. Esta evolución hace que la evaluación de los riesgos de los instrumentos de capital bancario dependa en mayor medida que en el pasado de una evaluación de la voluntad del gobierno para tomar medidas con los bancos en problemas, y no de la infraestructura legal y regulatoria. Los avances en la capacidad de los gobiernos para rescatar obligaciones prioritarias añaden complejidad a este entorno en evolución. En consecuencia, los métodos de calificación de DBRS tienen que tener la flexibilidad necesaria para evolucionar con estos diversos entornos. Tal es el caso de este criterio.

Determinación del punto de anclaje para calificar deuda subordinada e instrumentos híbridos

Históricamente, la falta de pago de la deuda subordinada ha desencadenado el incumplimiento sobre la deuda prioritaria debido al derecho de los titulares de la deuda subordinada a solicitar su intervención o debido a otras disposiciones de insolvencia cruzada. Si bien esto hace que las tasas de incumplimiento esperadas para la deuda subordinada sean más o menos las mismas que para la deuda prioritaria, la deuda subordinada tiene en general tasas de recuperación más bajas debido a su posición subordinada y a la, a menudo delgada, capa de cobertura en la estructura del capital bancario. Por lo tanto, DBRS suele utilizar desde hace mucho tiempo la calificación de la deuda prioritaria como punto de partida para establecer niveles en la deuda subordinada y esos niveles representan el aumento de la pérdida esperada. En muchos casos, durante la crisis financiera actual, la deuda subordinada de los bancos bajo presión que recibieron asistencia no cayó en la falta de pago, ya que esta deuda se benefició de manera efectiva del mismo soporte sistémico que apoyó la deuda principal.

En varios países, sin embargo, los tenedores de bonos subordinados se vieron obligados, por directivas gubernamentales, amenazas de acción, por la autoridad de resolución del gobierno o por el peso de otras condiciones impuestas por el gobierno, a incurrir en pérdidas directamente o a aceptar lo que

DBRS considera un intercambio forzado con una pérdida de valor económico, mientras que los inversores en bonos no garantizados de alto nivel resultaron beneficiados

por las inyecciones de capital del gobierno y otras formas de soporte sistémico. A la vez que en algunos casos derogan los derechos de los titulares de deuda subordinada, estas acciones han tratado de reforzar los principios de riesgo moral en quienes invirtieron en estos instrumentos de capital bancario, mientras que los gobiernos anunciaron más objetivos de reforma a largo plazo.

Al calificar instrumentos de capital bancario, DBRS aplica generalmente niveles desde un punto de anclaje, fijado ya sea para la Evaluación Intrínseca del Banco (EI), que refleja la solidez intrínseca del banco, o para la calificación final de la deuda prioritaria del banco, que incorpora cualquier beneficio del soporte sistémico. DBRS evalúa el régimen en evolución de los países en los que califica bancos para considerar los antecedentes de un gobierno, sus políticas, su legislación, tanto actuales como propuestas, su aplicación de estas leyes y sus capacidades bajo cualquier autoridad de resolución. El análisis también puede considerar los efectos de los cambios en el tratamiento de los instrumentos existentes sobre los inversores y los mercados financieros, por ejemplo, cuando las propuestas pueden hacer que los costes de financiación se vuelvan prohibitivamente caros o inviables. Cuando el análisis llega a la conclusión de que los titulares de deuda subordinada están más expuestos a la acción adversa y tienen menos probabilidades de beneficiarse del soporte sistémico a la par de la deuda principal, DBRS utiliza la EI del banco como punto de anclaje para establecer niveles en la deuda subordinada.

Hasta hace poco tiempo, se consideraba, sobre todo, que los instrumentos de capital bancario tenían probabilidades de incumplimiento similares a la probabilidad de impago de la deuda prioritaria no garantizada, lo que se reflejaba en la calificación de deuda prioritaria del banco. Teniendo en cuenta la dirección de la regulación bancaria, la evolución de los enfoques sobre la resolución de los bancos y la disminución de la voluntad de los gobiernos para brindar soporte a sus bancos en algunas jurisdicciones, sin embargo, la deuda subordinada ya no suele beneficiarse del soporte sistémico que puede brindarse para la deuda prioritaria en estas jurisdicciones. En consecuencia, este criterio considera la situación, que ahora es más común, en que la deuda subordinada y otros híbridos que todavía son vistos como la deuda tienen, sin embargo, diferencias de nivel con respecto a la EI de un banco.

En general, DBRS aplica actualmente el mismo enfoque de niveles para los instrumentos de capital de las CHB matrices, como lo hace con los instrumentos de capital de los bancos. Pero este enfoque podría cambiar si el tratamiento de dichos instrumentos cambia para las CHB y se vuelve distinto al tratamiento de los instrumentos emitidos por los bancos. También pueden producirse cambios en los niveles si la evolución de la legislación y la reglamentación resultan en cambios en la relación entre la CHB y sus bancos filiales.

Calificación de deuda subordinada bancaria y de instrumentos de deuda híbridos

Tal como se muestra en la siguiente tabla (Cuadro 1), los criterios de DBRS para establecer niveles consideran una amplia gama de instrumentos posibles dentro de tres categorías generales:

- Instrumentos de capital para pago obligatorio o discrecional de deuda - con y sin consideración del soporte sistémico.
- Acciones preferentes e instrumentos de capital que se convierten en acciones preferentes.
- Instrumentos de capital contingente (CoCos), que en general tienen eventos desencadenantes

que resultan en la conversión en otros instrumentos o en la amortización a valor nominal.

Las consideraciones para la calificación de estos instrumentos se discuten por orden de subordinación creciente en el balance general.

A continuación se muestra un resumen del enfoque de DBRS para dos bancos hipotéticos. Uno de ellos tiene una Evaluación Intrínseca (EI) de "A" y una mejora de un nivel por el soporte sistémico para llegar a una calificación definitiva de A (alta), y el otro tiene una EI de "A " sin recibir mejora por el soporte sistémico. Los dos enfoques para la deuda subordinada y los híbridos de deuda se incluyen con los resultados alternativos para este tipo de instrumentos de deuda en función de si se incluye o no el soporte sistémico para estos instrumentos de deuda y el riesgo potencial para los titulares de deuda subordinada de una acción adversa por parte de las autoridades.

Cuadro 1 Ilustración de niveles para un banco hipotético con EI de “A” y calificación final A (Alta)

Instrumentos	Calificación	Punto de anclaje	Niveles por punto de anclaje	Notas
Evaluación intrínseca del banco (EI)	A			Refleja las bases del banco
Sin beneficios del soporte sistémico				
Deuda subordinada sin soporte sistémico y posibilidades de acciones adversas por parte de las autoridades	A (Baja) a BBB*	EI	-1 a -3 de IA a A**	El alcance de la diferencia de nivel depende de la probabilidad de incumplimiento y recuperación, que se ve afectada por la evolución de la legislación, regulación y políticas.
Acciones preferentes e híbridos que se convierten en preferentes o equivalentes	BBB o más baja*	EI	-3 o más de EI en A**	La diferencia de niveles puede aumentar con amortiguador más bajo que el capital ordinario y de alto nivel de preferentes, en especial para entidades con calificación más baja que estén bajo estrés.
CoCos de deuda subordinada***	BBB o más baja*	EI	-3 o más de EI en A	Depende de la probabilidad de conversión y de la conversión dada de pérdida (LGC).
CoCos preferentes	BBB (Baja) o más baja*	EI	-4 o más de EI en A	Depende de la probabilidad de conversión y LGC, con LGC probablemente mayor vs. CoCos de deuda subordinada.
Con beneficios del soporte sistémico				
deuda prioritaria no garantizada	A (Alta)			Mejora de un nivel por soporte sistémico
Deuda subordinada: Pago obligatorio y pago acumulativo discrecional	A	deuda prioritaria no garantizada	-1 por deuda prioritaria no garantizada AH**	Igual PD que deuda prioritaria no garantizada, pero mayor LGD
Pago discrecional no acumulativo	A (Baja)	garantizada		Igual PD que deuda

	deuda prioritaria no garantizada	-2 por deuda prioritaria no garantizada AH**	prioritaria no garantizada, pero mayor LGD sin provisión para recuperar pagos atrasados.
* Calificaciones ilustrativas bajo futuras consideraciones jurisdiccionales			
** Nivel adicional en caso de pago diferido u omitido			
*** El instrumento puede ser deuda prioritaria			

Calificación de deuda subordinada bancaria y de instrumentos de deuda híbridos

Los instrumentos de capital de deuda subordinada que se tratan en esta sección incluyen:

- Deuda subordinada con pago de intereses obligatorios
- Deuda subordinada y deuda subordinada junior con pagos discretionales acumulativos, incluidos los valores fiduciarios preferentes¹
- Deuda subordinada con pagos discretionales que no son acumulativos.

En nuestro enfoque, estos instrumentos de deuda no incluyen los instrumentos de deuda híbridos que se convierten en acciones preferentes o en fondos propios del banco o de la CHB, que se abordan más adelante, en la Sección 5. Abordamos los niveles de estos instrumentos en dos escenarios: un escenario no incorpora soporte sistémico; el segundo escenario incorpora soporte sistémico.

En el primer escenario, la metodología aborda las implicaciones de soporte sistémico que no se extienden a estos tipos de deuda subordinada, un escenario que se ha vuelto más generalizado. En este entorno en evolución, el riesgo de que estos instrumentos no sean tratados de la misma manera que la deuda principal se ha incrementado, aumentando el riesgo de que estos instrumentos puedan caer en incumplimiento de pago, mientras que la deuda prioritaria no. Este enfoque también se podría aplicar en aquellas jurisdicciones donde las autoridades tienen la capacidad y las políticas para imponer pérdidas en deuda subordinada e híbridos, pero al mismo tiempo permitir que los bancos sigan pagando su deuda prioritaria.

En el segundo escenario, las calificaciones de estos instrumentos de deuda se abordan con el supuesto de que cualquier soporte sistémico se extienda a todos los tipos de deuda. Por lo general, los tenedores de deuda subordinada tienen derechos similares a los tenedores de deuda prioritaria en términos de eventos de incumplimiento más allá de los detalles de los pagos discretionales y de la prelación de los créditos. Este tratamiento también incluye aquellas jurisdicciones en las cuales DBRS generalmente no incorpora ningún soporte sistémico en las calificaciones finales de los bancos, pero también donde las autoridades no tienen capacidades específicas para derogar los derechos de los titulares de deuda subordinada, ni tienen mecanismos de resolución que permitan que la deuda subordinada y los híbridos sean tratados de manera diferente a la deuda prioritaria en términos de incumplimiento.

a) Calificación de deuda subordinada y de instrumentos híbridos sin soporte sistémico

En este escenario, la deuda subordinada y los híbridos tienen un nivel a partir de la EI para reflejar que la falta de soporte sistémico se extiende hasta la deuda subordinada y los híbridos. El alcance de esta diferencia de nivel depende del grado en que las autoridades puedan imponer pérdidas a los tenedores de deuda subordinada e híbridos como parte del proceso de habilitación de estos instrumentos de capital para contribuir al capital de un banco que está bajo estrés.

En esencia, es probable que esta secuencia de eventos lleve a que la deuda prioritaria evite el incumplimiento. En la medida en que se espere que se implementen tales procesos en todos los tipos de instrumentos de capital bancario, y al mismo tiempo a un banco en dificultades, entonces el riesgo de

¹ Los valores fiduciarios preferentes son emitidos por entidades de propósito específico de bancos de los EE.UU. o por CHB respaldadas por su deuda subordinada junior. Para obtener más información sobre los Valores fiduciarios preferentes emitidos por organizaciones bancarias de los EE.UU., vea el Apéndice 1.

impago es el mismo para todos los instrumentos y típicamente sería el mismo que para las preferentes. Cualquier diferencia de niveles reflejaría entonces las diferencias en la recuperación.

En algunas otras jurisdicciones, el tratamiento de diferentes tipos de instrumentos de capital puede variar según su prioridad en la estructura de capital. En consecuencia, la deuda subordinada puede tener una tasa de incumplimiento esperada inferior a las preferentes. Dependiendo de la jurisdicción, los niveles también pueden variar entre los valores acumulativos y no acumulativos. Dado que muchos de los detalles de estos nuevos entornos jurisdiccionales siguen sin estar claros, no hay una conclusión a priori sobre el alcance de la diferencia de niveles, la extensión de la entallar, solo de manera general. La calificación de las acciones preferentes se discute en la siguiente sección.

b) Calificación de deuda subordinada y de instrumentos híbridos con soporte sistémico

En este escenario, estos instrumentos subordinados tienen la misma probabilidad de impago esperada que la deuda principal. Esto se aplica a las jurisdicciones en las que DBRS considera que el soporte sistémico debe incluir estos instrumentos. También se aplica a las jurisdicciones donde no existen provisiones sistémicas para un tratamiento de estos instrumentos subordinados diferente al de la deuda principal, excepto como se especifica en los términos de los instrumentos. Como resultado, en jurisdicciones con estas características, DBRS toma la calificación de deuda prioritaria como el ancla para estos instrumentos.

i. Deuda subordinada de pago obligatorio y de pago discrecional, incorporando al soporte sistémico

Dada la misma probabilidad de incumplimiento esperado, pero una tasa de pérdida más alta en la deuda subordinada frente a la deuda principal bajo este escenario, DBRS califica la deuda subordinada con pagos obligatorios un nivel por debajo del punto de anclaje, la deuda principal. La deuda subordinada acumulativa de pago discrecional muestra características de pérdida similares, ya que las recuperaciones tienden a compensar rápidamente los pagos omitidos anteriores. Como resultado, DBRS califica tanto la deuda subordinada obligatoria como la acumulativa en un nivel por debajo del punto de anclaje, la calificación de la deuda principal.

Dada la estructura de capital típica con pequeñas porciones de estos instrumentos de deuda subordinada junior e instrumentos de deuda subordinada, el análisis de DBRS no indica una diferencia en las tasas de pérdida esperada que sea lo suficientemente importante como para dar lugar a una diferencia de nivel adicional para la deuda subordinada junior. Como resultado, DBRS califica tanto la deuda subordinada obligatoria como la acumulativa en un nivel por debajo del punto de anclaje, la calificación de la deuda principal.

ii. Deuda subordinada de pago discrecional no acumulativo, incorporando al soporte sistémico

Para los instrumentos con provisiones no acumulativas discrecionales de pago, el riesgo de pérdida permanente debido a la paralización de los pagos de intereses sin compensación posterior, merece un nivel adicional hacia abajo desde la deuda subordinada estándar, colocándolos dos escalones por debajo del anclaje. Para los instrumentos inusuales, se pueden aplicar más niveles cuando estos instrumentos tienen características que aumentan la probabilidad o grado de pérdida, incluyendo las amortizaciones principales, la autoridad de los reguladores para dirigir la suspensión de pagos o exención por categorías u otras restricciones obligatorias sobre los pagos.

iii. Diferencia de niveles en períodos de aplazamiento o pagos omitidos

DBRS añade un nivel adicional para instrumentos cuando los pagos discrecionales (de carácter acumulativo o no acumulativo) se detienen y permanecen detenidos. La aplicación de este nivel adicional refleja que, durante el aplazamiento de pago o pérdidas, la deuda subordinada está dando actualmente pérdida, a diferencia de la deuda que pueda estar disfrutando de una amortiguación de capital por debajo de ella.

Calificación de acciones preferentes

Como reflejo de su mayor riesgo de incumplimiento y de una recuperación esperada menor, las acciones preferentes y los instrumentos híbridos que se convierten en preferentes tienen diferencias de nivel más amplias que los instrumentos de deuda y reciben su nivel a partir de la EI. Los niveles a partir de la EI reflejan la expectativa de que es poco probable que las preferentes beneficien de soporte sistémico. Mientras que los instrumentos de deuda se benefician de las acciones del gobierno para brindar soporte a los bancos sometidos a estrés, las acciones preferidas se han visto cada vez más obligadas a aportar capital propio a través de intercambios o “eliminándolas”, como parte de las acciones del gobierno para mejorar la posición de los bancos bajo estrés. Para los bancos cuya calificación final no se beneficia del soporte sistémico, la calificación final y la EI son iguales.

a) Niveles para preferentes relativos a la Evaluación Intrínseca

Las acciones preferentes son instrumentos de capital que normalmente pagan dividendos fijos o dividendos de tasa flotante según ciertos índices. Estos instrumentos generalmente están por encima del capital ordinario y por debajo de las diversas formas de deuda subordinada. Como los dividendos preferentes tienen que ser aprobados por el Consejo de Administración para cada período de pago, pueden ser detenidos sin que se produzca un impago de la deuda de un banco. Por lo general, antes de proceder a detener esos dividendos, es necesario detener el pago de los dividendos de las acciones comunes.

Bajo ciertas condiciones, ciertos instrumentos híbridos pueden convertirse en acciones preferentes. Por lo general, estas condiciones ocurren específicamente cuando un banco está bajo un estrés significativo y su posición de capital se ha debilitado severamente. En términos de niveles, DBRS trata estos instrumentos como acciones preferentes.

Como las acciones preferentes son capital, varios gobiernos han actuado durante la prolongada actual crisis para que los bancos que se encuentran bajo un cierto estrés intercambien estos instrumentos para reforzar su capital ordinario. En algunos casos, este movimiento pudo lograrse mediante el intercambio voluntario. En otros casos, los bancos participaron en intercambios forzosos, que DBRS considera equivalentes al impago. En algunos casos, las acciones preferentes fueron “eliminadas”. Este proceso ayudó a impulsar el capital ordinario de estos bancos y ayudó a evitar que sean puestos en suspensión de pagos. Por lo tanto, mientras la deuda prioritaria y la deuda subordinada han seguido pagando según lo acordado, las acciones preferentes se han visto sujetas a un mayor riesgo de incumplimiento. En consecuencia, las acciones preferentes y los instrumentos que se convierten en preferentes reciben un nivel a partir de la EI y la diferencia de nivel es más amplia que en el caso de la deuda subordinada. Como reflejo de este aumento del riesgo, las preferentes tienen una diferencia de tres niveles en relación con la evaluación intrínseca de un banco.

Mientras que, como se mencionó anteriormente, la base de niveles es el punto de partida para la calificación de las acciones preferentes de un banco, la política de DBRS permite aplicar una diferencia de niveles más amplia que esta base de niveles para reflejar cualquier característica específica de los bancos individuales. Se pueden considerar varios factores. La diferencia de niveles podría incrementarse en una estructura de capital más débil, incluyendo una mayor proporción de acciones preferentes. Las medidas adoptadas para reducir o detener los dividendos comunes (reconociendo que estas acciones son el primer amortiguador) también podría aumentar la diferencia de niveles. Otros tipos únicos de estrés dentro del sistema financiero nacional, como las reacciones esperadas por las partes externas (entes regulatorios, gobiernos) también podrían añadir diferencias de nivel. Las acciones preferentes que tienen características contingentes se abordan a continuación.

b) Mayor riesgo de falta de pago o de pérdida en preferentes bancarias en comparación con acciones preferentes corporativas

En comparación con otros emisores corporativos, los bancos tienen alto apalancamiento y pueden hacer frente a mayores pérdidas en relación con el tamaño de sus bases de capital. Por lo tanto, los bancos pueden recurrir más fácilmente a las acciones para generar capital ordinario, incluyendo detener los dividendos preferentes combinados con ofertas de intercambio. En algunos casos, los entes regulatorios o las autoridades gubernamentales pueden exigir que los bancos tomen acciones adversas

contra las preferentes como condición para recibir soporte. Las diferencias en los regímenes de resolución de bancos en dificultades son también un factor, ya que estos regímenes a menudo difieren de las leyes que rigen la quiebra de sociedades en dificultades, sobre todo al dar a las autoridades de resolución más poderes durante la resolución. Tales acciones pueden incluir detener dividendos preferentes o intercambios forzados por acciones comunes y/o dinero en efectivo². Teniendo en cuenta estas diferencias, DBRS normalmente califica los valores de acciones preferentes con tres niveles de diferencia frente a la EI del banco, en lugar de los dos niveles usualmente utilizados para las organizaciones no bancarias.

c) Tratamiento de preferentes emitidos por filiales

En la calificación de las acciones preferentes emitidas por la filial, DBRS generalmente otorga a las acciones preferentes de la filial el mismo nivel que aplica a las preferentes en el banco matriz para reflejar la importancia de los padres en el apoyo a la filial. Por lo tanto, las fuertes relaciones matriz/filial que se reflejan en las diferencias de nivel entre la matriz y la filial para la deuda principal se reflejan en la misma diferencia de nivel para las acciones preferentes. DBRS puede apartarse de esta regla general en los casos en que la relación matriz/filial es más remota, por ejemplo, si la filial no se considera básica o si tiene otros factores que indican que se debe tratar más adecuadamente como una entidad independiente. Por lo general, este enfoque también se aplicará a la deuda subordinada y a los híbridos. También suele aplicarse al banco que tiene los valores de la empresa..

Calificación de instrumentos de capital con riesgos contingentes (CoCos)

En respuesta a las presiones regulatorias y a los requerimientos de capital, los bancos están emitiendo instrumentos de capital relativamente nuevos que tienen características contingentes. Estos

² Un cambio forzado se produce cuando los inversionistas no tienen más remedio que aceptar menos que el valor total de las acciones preferentes o de otros valores. Durante esta crisis, los bancos han llevado a cabo muchos ejercicios de manejo de pasivos (LME), en los cuales los inversionistas aceptaron voluntariamente menos de su valor total. DBRS no considera este tipo de LME voluntarios como equivalentes al impago.

característica desencadenantes que, generalmente, al ser accionados en una situación de estrés, dan como resultado tanto la conversión en capital ordinario o la rebaja del valor nominal. Al aumentar el patrimonio contable del banco sometido a estrés, estos instrumentos están diseñados para permitir que el banco mejore su solvencia, ayude a absorber pérdidas, mantenga la confianza de los mercados y reduzca la presión sobre el sistema financiero. Algunos desencadenantes se establecen a niveles de coeficientes de capital regulador que se pueden activar con relativa facilidad cuando el banco se enfrenta a un estrés limitado. Otros instrumentos solamente se activan en situaciones de más estrés, cuando los entes regulatorios consideran que el banco es inviable, un evento menos probable. DBRS considera a estos instrumentos como títulos de capital contingente (Cocos), lo que refleja las características contingentes de estos instrumentos, en los que el instrumento es generalmente deuda subordinada o acciones preferentes pero también pueden ser la deuda principal.

a) Propósito de los CoCos

Estos instrumentos contingentes se han introducido para rectificar ciertas deficiencias en la mayor parte de los instrumentos de capital existentes en los bancos. A principios de la prolongada crisis actual, se hizo evidente que la contribución de estos instrumentos híbridos en el patrimonio común de un banco solvente se limita a poner fin a los pagos de intereses/dividendos y al intercambio voluntario de efectivo y acciones. La generación de capital común a través de intercambios forzados y amortizaciones que no pusieron al banco en intervención solo fue posible bajo coacción y/o acciones legislativas especiales.

Dada la naturaleza de los CoCos, DBRS considera que tales instrumentos que incluyen estas características contingentes de conversión tienen riesgos adicionales que son significativos y ha determinado que es apropiado considerar que estos instrumentos presentan riesgos que son más similares a los riesgos en acciones preferentes que a los de la deuda subordinada, a pesar de que el instrumento contingente puede ser deuda subordinada o incluso deuda principal. En opinión de DBRS, la presencia del desencadenante y la probabilidad de una pérdida en caso de que este se accione crean un instrumento que tiene mucho más en común con acciones preferentes que con los títulos de deuda.

Como punto de partida general en la calificación de estos nuevos instrumentos, DBRS tiene una confianza limitada en la posibilidad de que un instrumento contingente pueda tener provisiones de recuperación que representen una mejor recuperación a través de un evento de accionamiento de un instrumento histórico similar, si el banco se sumió en alguna forma de quiebra o intervención. Desde el punto de vista de la calificación, la falta de reembolso total representa la quiebra y es la razón clave para que DBRS tome la calificación de las acciones preferentes como punto de partida para las calificaciones de instrumentos de capital contingente.

Si bien los instrumentos contingentes más recientes están en general diseñados para generar capital ordinario en la conversión o en su amortización, DBRS no le da crédito al capital por estos instrumentos antes de la conversión. Este punto de vista es coherente con el tratamiento que DBRS brinda a híbridos y preferentes bancarios. Aunque DBRS considera que estos instrumentos son útiles para fortalecer la base de capital de un banco y para el cumplimiento de los requisitos normativos, en realidad no son capital ordinario y, hasta su conversión, no pueden actuar como capital ordinario, por ejemplo, mediante la absorción de pérdidas.

b) Características de los CoCos

Como reflejo de los instrumentos ya emitidos y previstos; DBRS se ocupa de las características de los instrumentos contingentes, considerando a los que se encuentran en las emisiones existentes o a aquellos que proponen los entes regulatorios.

i) Tipos de desencadenantes

- Ratios de capital regulatorio – Varias ratios usadas que van de Core Tier 1 a capital total, con varios puntos desencadenantes suelen quedar como inferiores a las necesidades actuales (emisión actual)
- Inviabilidad – generalmente determinada por los entes regulatorios, de modo que el desencadenante genera capital para apoyar el banco o reducir las pérdidas a los tenedores de deuda y a los depositantes (emisión actual, propuestas específicas)
- Desencadenantes basados en el mercado – Involucran a los diferenciales de precios de las acciones o de incumplimiento de crédito (previstos)
- Medidas de balance – Utilizan medidas de balances para evitar la incertidumbre de los cálculos de capital regulatorio/reportes sobre todo con la introducción de Basilea III (prevista)

Con el aumento del volumen de emisión desde 2014, los desencadenantes basados en ratios de capital regulatorio predominaron, pero los desencadenantes de inviabilidad también fueron significativos dependiendo de la jurisdicción. Algunos instrumentos que tienen disparadores de ratios específicos también pueden incluir características que permitan a los entes regulatorios invocar la inviabilidad para desencadenar la conversión en los casos en que se haya determinado que un banco es inviable, incluso si el desencadenante no ha sido accionado y por lo tanto se está actuando para proteger el banco o el sistema financiero. Tales características deberán ser tenidas en cuenta en la atribución de niveles.

ii) Características de conversión/amortización

- Convertir en capital ordinario con diversas especificaciones de conversión
- Sujeto a amortización permanente a valor nominal en porcentajes específicos de hasta 100 % o en porcentajes irreversibles que son suficientes para restaurar las ratios de capital específicas de los bancos.
- Sujeto a amortizaciones temporales, por lo que el valor nominal se reduce cuando se acciona el desencadenante, pero que puede revertirse bajo ciertas condiciones de recuperación en el banco.

Algunos instrumentos incluyen provisiones de inversión que revierten a los inversionistas a sus posiciones originales o a mejores posiciones si el banco sobrevive y se recupera, y que pueden mitigar las desventajas de la conversión. Estos movimientos de reversión pueden depender de la capacidad del banco para generar ganancias o recaudar nuevo capital y podrán recibir soporte de las restricciones sobre el banco, como los límites en el pago de dividendos. Por lo tanto, en opinión de DBRS, es posible que el titular de notas con funciones de reversión pueda, bajo ciertas circunstancias, anticiparse a la recuperación de parte o de la totalidad de las pérdidas experimentadas durante el proceso de conversión y que pueden reducir las diferencias de nivel se aplicarían en ausencia de dichas disposiciones de reversión .

c) Principios de calificación para los CoCos

Dada la variedad de términos y estructuras que se pueden emplear, DBRS establece los siguientes principios para calificar a los CoCos:

- 1 **Variación de nivel con respecto a la EI del banco** Al igual que con los instrumentos preferentes, estos valores tienen pocas probabilidades de beneficiarse del soporte sistémico. De manera implícita, están diseñados para ser accionados tanto mientras el banco sigue funcionando de manera continua mediante la generación de capital propio como para generar capital para proteger de pérdidas a los titulares de deuda y a los depositantes. Por lo general, pueden ponerse en marcha antes o junto con el soporte que el gobierno suministra al banco y a la deuda prioritaria no garantizada.
- 2 **Calificación no mayor a la de las acciones preferentes** Normalmente, los CoCos están diseñados para generar capital en la conversión. Por lo tanto, sus calificaciones pueden ser superiores a las calificaciones de las acciones preferidas, el nivel más alto de los valores de capital. Esto significa que un bono subordinado que se convierte en acciones ordinarias o preferentes no tendría una calificación más alta que una acción preferente. Sólo en circunstancias excepcionales de valores host con un rango superior a la calificación de las preferentes, con una menor probabilidad de conversión y una mucho mayor probabilidad de recuperación completa, los CoCos podrían obtener una calificación superior a la de las acciones preferentes.
- 3 **El nivel por debajo de las preferentes refleja tanto un riesgo mayor de conversión como una más baja posibilidad de recuperación.** El nivel adicional por debajo del nivel de las acciones preferentes refleja la mayor probabilidad de que el desencadenante sea activado y una recuperación más baja que resulta de la conversión o de la amortización.

La diferencia de nivel típica en la emisión sería de 3 a 5 niveles por debajo de la EI del emisor. Es probable que haya más niveles de diferencia si, por ejemplo, en el caso de un banco que se debilita, la conversión contra un desencadenante alto se hace más probable en relación con el deterioro de la EI.

El riesgo dominante para los instrumentos contingentes es el riesgo de conversión. Como resultado, hay menos énfasis en los niveles en la posición del instrumento contingente, sea prioritario, subordinado o preferente. En igualdad de condiciones, DBRS considera a un instrumento de deuda subordinada con características similares a los contingentes como solo marginalmente mejor que un instrumento de acción preferente, lo que da lugar a atribuir niveles similares. Cualquier diferencia en el nivel reflejaría características del instrumento de deuda que incluye perspectivas de recuperación significativamente mejores y más predecibles para el instrumento de mayor jerarquía.

- 4 **Alta incertidumbre impide la capacidad de calificar.** DBRS no puede calificar instrumentos Coco, en los casos en que sus desencadenantes se definen inadecuadamente, tienen mecanismos mal especificados para la conversión o cuando las probabilidades de su activación son difíciles de predecir y no están muy ligadas a la posición crediticia del emisor. Si el nivel de dificultad de evaluar estos riesgos es lo suficientemente alta, DBRS puede ser incapaz de asignar una calificación al instrumento.
- d) Factores de calificación de los CoCos – Probabilidad de accionamiento de desencadenantes (PTT) y recuperación posterior a la conversión/amortización

En general, la amplitud de niveles dependerá de la probabilidad de accionamiento del desencadenante de conversión y de la posibilidad de pérdida debida a la conversión. Para los CoCos con características de reversión, el análisis también tendría en cuenta todo beneficio esperado de esas características. En general, se espera que los desencadenantes y la probabilidad de conversión tengan un impacto significativo sobre los niveles. Estos varían según las características específicas del accionamiento.

- i) Probabilidad de accionamiento de desencadenantes (PTT)

Para los CoCos, el número de niveles a partir de la EI es impulsado principalmente por la mayor probabilidad de que el desencadenante sea accionado (PTT, por Probability of Tripping Trigger), incluyendo la probabilidad de que los entes regulatorios invoquen condiciones de inviabilidad para desencadenar la conversión. Los factores que pueden influir en la PPT incluyen:

- La brecha entre el valor actual de la ratio desencadenante y el punto de accionamiento
- Los requisitos regulatorios, como los amortiguadores de capital para las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI) o los requisitos específicos de un país que elevan el capital requerido por encima del punto de accionamiento o añaden presión regulatoria para mantener un amortiguador más grande por encima del punto de accionamiento.
- La capacidad de un banco para ajustarse al deterioro de la ratio de desencadenante mediante el aumento de capital, la reducción de los activos o el emprendimiento de otras acciones, que se indican normalmente en la EI del banco
- Las acciones esperadas de los entes regulatorios en la determinación de la inviabilidad y/o en la aprobación o dirección de las conversiones
- La estructura de capital, incluyendo el posible beneficio proporcionado por otros instrumentos contingentes con los desencadenantes que podrían ser accionados en los primeros momentos del deterioro de un banco.

ii) Recuperación luego de la conversión/amortización

La diversidad y la naturaleza de las características de conversión de los CoCos complica el análisis de recuperación. En algunos casos, la probabilidad de recuperación puede ser relativamente sencilla, como por ejemplo, cuando se especifica el grado de cualquier amortización por adelantado. La determinación de la recuperación es más difícil cuando la conversión es de capital común. Si bien la recuperación completa puede ser posible en circunstancias favorables, las recuperaciones incompletas suelen ser el caso dominante. La determinación podría considerar la posibilidad de que la conversión se produzca en un momento en que el banco se está debilitando y que el entorno del mercado se está deteriorando. Dadas las limitaciones en la capacidad de los inversionistas de renta fija para mantener el capital, la determinación de la recuperación suele reflejar el valor anticipado recibido en el momento de la conversión en capital. Diversos aspectos de los CoCos que afectan la recuperación potencial:

- Características que especifican las condiciones de las conversiones o de la amortización.
- Subordinación subyacente.
- La solidez intrínseca del banco (EI).
- el pago de intereses por interrupción/aplazamiento.
- El beneficio potencial de las condiciones de reversión en amortizaciones/recuperaciones.

Una aplicación de este enfoque se ilustra en la calificación de instrumentos de capital subordinados de inviabilidad contingente (NVCC) emitida por los bancos canadienses desde 20143.

Cuadro 2 Niveles para factores que impulsan la probabilidad de accionar desencadenantes y recuperación esperada

Factores de probabilidad de accionar desencadenantes	Niveles para las PTT a partir de la EI
<ul style="list-style-type: none"> • Muy amplia brecha entre el valor actual del desencadenante y el punto de accionamiento 	3 a 4

<ul style="list-style-type: none"> • Amplio margen entre los puntos de accionamiento y los requisitos regulatorios mínimos de capital • El punto de accionamiento está muy por debajo de los requisitos mínimos para ser bien capitalizado. • Una protección significativa proporcionada por otras capas de capital y sus características contingentes • Alta flexibilidad para realizar ajustes para evitar el accionamiento de desencadenantes • Alta EI con relación al riesgo de determinación de inviabilidad 	
<ul style="list-style-type: none"> • Amplia brecha entre el valor actual del desencadenante y el punto de accionamiento • Margen substancial entre los puntos de accionamiento y los requisitos regulatorios mínimos de capital • El punto de accionamiento está por debajo de los requisitos mínimos para ser bien capitalizado. • Alguna o poca protección proporcionada por otras capas de capital y sus características contingentes • Una capacidad más limitada para realizar ajustes para evitar el accionamiento de desencadenantes • El de grado de inversión con relación al riesgo de determinación de inviabilidad 	4 a 5
<ul style="list-style-type: none"> • Brecha estrecha entre el valor actual del desencadenante y el punto de accionamiento • Pequeño margen entre el valor de accionamiento actual y los mínimos regulatorios • Capacidad limitada para reforzar la posición del banco y evitar que se active el desencadenante • El más cerca del rango reglamentario probable que conduzca a la inviabilidad 	6 o más

Recuperación esperada	Niveles para la recuperación
<ul style="list-style-type: none"> • El ajuste para la recuperación depende de: • El alcance y la probabilidad de la recuperación • La posición en la estructura de capital y el alcance de la protección contra pérdidas • El potencial para la plena compensación por pérdidas previas para las características de reversión /amortización • El nivel refleja la recuperación esperada: recuperación cero/mínima a muy alta probabilidad 	<p>En los casos anteriores, la recuperación puede ser un factor clave que marque una diferencia entre las opciones de niveles. En cada fila, un nivel más modesto puede reflejar una expectativa de recuperación más favorable.</p>

de recuperación completa	
--------------------------	--

Como los niveles para cualquier instrumento CoCo deben aplicarse a bancos individuales con regímenes regulatorios potencialmente diferentes en diferentes jurisdicciones, DBRS señala que los resultados para un instrumento particular de un banco específico podrían resultar en niveles diferentes a los niveles aquí indicados.

3Al comparar la deuda subordinada y los instrumentos de acciones preferentes emitidas por la misma institución, en la que cada instrumento incluye solamente desencadenantes NVCC que cumplen con la OSIF canadiense, el comité de calificación de DBRS tendrá en cuenta las diferencias en el potencial de recuperación en diversos escenarios para evaluar si el instrumento de deuda subordinada canadiense NVCC debe ser evaluado un nivel más alto que las acciones preferentes canadienses NVCC. Al evaluar los diferenciales de recuperación de un banco en una situación altamente problemática, que esté, por ejemplo, cerca de la inviabilidad, DBRS se centrará en escenarios en los que el precio de las acciones ordinarias del banco hayan caído a niveles muy bajos, como cuando la cotización de la acción del banco ha caído por debajo del 5% de su valor de mercado original (medido en el momento de la emisión original del primer instrumento). Para los instrumentos NVCC que cumplen con OSIF, DBRS suele esperar que el instrumento de deuda subordinada pueda obtener, en términos absolutos, aproximadamente 25 puntos porcentuales o una mejor recuperación que las acciones preferentes en virtud de estos escenarios de estrés para los instrumentos subordinados, para poder calificarlos con un nivel más que a los instrumentos preferentes. Por ejemplo, si, bajo estas condiciones de estrés, las acciones preferentes NVCC tienen el potencial de lograr la recuperación del 20 %, entonces DBRS deseará en general ver que el potencial de recuperación de la deuda subordinada NVCC es de aproximadamente 45 % o más ". Consulte "Canadian NVCC Sub Debt Market – Open for Business," What's News, septiembre de 2014, pp. 8 – 12.

APÉNDICE

a) Valores fiduciarios preferentes para bancos y CHB en los EE.UU..

Panorama general:

A diferencia de la mayoría de los instrumentos de capital bancarios, que se emiten directamente, los valores fiduciarios preferentes ("Valores TP") se emiten a través de un vehículo de propósito especial que mantiene obligaciones subordinadas junior a largo plazo con convenios que permiten el diferimiento del pago en determinadas circunstancias. Antes de la aprobación de la ley Dodd-Frank y de Basilea III, los bancos y compañías de holding bancario ("CHB") de los EE.UU. utilizaban valores TP como un componente clave de su estructura de capital debido a que:

1. Dentro de ciertos límites, los reguladores bancarios de los Estados Unidos consideraban a los valores TP como capital Tier 1.
2. El pago de intereses sobre las obligaciones fiduciarias profundamente subordinadas es

deducible de impuestos.

Sin embargo, con el paso a la ley Dodd-Frank y a Basilea III, los bancos con activos mayores a \$ 15 mil millones ya no pueden contar con valores TP como capital Tier 1 al 1 de enero 2016. Las emisiones de valores TP de bancos más pequeños han sido adquiridos, si fueron emitidas antes del 19 de mayo de 2010 y contarán como capital Tier 1 hasta el 25% del total del capital Tier 1. Teniendo en cuenta las nuevas normas, los valores TP ya son casi inexistentes. No obstante, algunos valores TP siguen pendientes y tienen calificación, por lo que este apéndice describe la estructura y las características clave de los valores TP, cómo DBRS evalúa su valor de capital y el enfoque utilizado por DBRS al asignar o mantener calificaciones a los valores TP.

Estructura:

- Los valores TP son emitidos por un fideicomiso, por lo general propiedad en su totalidad de una CHB.
- Los activos del fideicomiso suelen consistir en obligaciones subordinadas junior de la CHB.
- El fideicomiso se formó con el único propósito de mantener las obligaciones y la emisión de valores TP que tienen condiciones idénticas a las obligaciones subordinadas en los requisitos de vencimiento y de pago.
- Aunque no son perpetuos, los valores TP tienen un vencimiento a largo plazo, por lo general en el rango de elegibilidad de 30 años para la deducción de impuestos que restringe el vencimiento de la deuda.

Capacidad de diferimiento:

- Mientras la CHB no esté en incumplimiento de las obligaciones, puede optar por diferir el pago de intereses sobre los bonos por hasta cinco años en una o más ocasiones (pero no más allá del vencimiento de la deuda), sin provocar un incumplimiento.

Calificación del instrumento:

DBRS considera que la solidez crediticia de los valores TP es equivalente a las obligaciones subordinadas junior del fideicomiso. Las calificaciones de las obligaciones subordinadas junior incorporan en su capital tanto la solidez de la CHB como la calificación de las obligaciones subordinadas junior. En el caso de los valores TP emitidos por bancos de Estados Unidos, la calificación que DBRS asigna a las obligaciones subordinadas junior (y, por lo tanto, a los valores TP) es la misma calificación que DBRS asignaría a la deuda subordinada del banco emisor o CHB.

DBRS califica estos valores al mismo nivel que la deuda subordinada por las siguientes razones:

1. Dada la estructura de capital típica con pequeñas porciones de instrumentos de deuda subordinada junior y de deuda subordinada, el análisis de DBRS no indica una diferencia en las tasas de pérdida esperada que sea lo suficientemente importante como para dar lugar a una diferencia de nivel adicional para la deuda subordinada junior. Como resultado, DBRS califica tanto la deuda subordinada obligatoria como la acumulativa en un nivel por debajo del punto de anclaje, la calificación de la deuda principal.

DBRS no considera la posibilidad de diferir el pago como un riesgo de crédito, sino más bien, como un riesgo que los titulares de los Valores TP han acordado según la estructura pactada. Por lo tanto, DBRS no consideraría el “diferimiento” como equivalente a “incumplimiento” y, en una situación de diferimiento, no se asignará automáticamente a los valores TP la calificación D. Esta visión significa que

la posibilidad de diferir el pago no da lugar a una baja en la calificación de los valores TP. Este enfoque es coherente con la política de DBRS en la consideración de capital para los híbridos, sobre todo cuando se tiene en cuenta el papel de los entes regulatorios y el poder que tienen. El punto de vista de DBRS al considerar el capital y los fundamentos de calificación podría ser significativamente diferente para instituciones financieras no reguladas y no bancarias.

© 2016, DBRS Limited, DBRS, Inc., DBRS Ratings Limited y DBRS Ratings México, Institución Calificadora de Valores S.A. de C.V. (colectivamente, DBRS). Todos los derechos reservados. La información sobre la cual DBRS basa sus calificaciones y sus informes es obtenida por DBRS a partir de fuentes que DBRS considera fiables. DBRS no audita la información que recibe en relación con el proceso de calificación y no verifica, ni puede verificar, dicha información de manera independiente en cada caso. El alcance de toda investigación de hecho o verificación independiente depende de los hechos y las circunstancias. Las calificaciones de DBRS, sus informes, así como cualquier otra información proporcionada por DBRS, se proporcionan "tal cual" y sin representación o garantía de ningún tipo. DBRS no ofrece expresa o tácitamente declaraciones ni garantías en cuanto a la exactitud, puntualidad, exhaustividad, idoneidad para propósitos comerciales o para cualquier objetivo particular o respecto a la no violación de cualquiera de los contenidos de dicha información. En ningún caso será responsable DBRS o sus directores, oficiales, empleados, contratistas independientes, agentes y representantes (colectivamente, los "representantes de DBRS") por: (1) cualquier inexactitud, retraso, pérdida de datos, interrupción en el servicio, error u omisión, o por cualquier daño resultante de los mismos, o (2) por daños directos, indirectos, incidentales, especiales, compensatorios o consecuentes que surjan de cualquier uso de las calificaciones, o de los reportes de calificaciones, o que surjan de cualquier error (por negligencia u otros motivos) u otra circunstancia o contingencia que dependa o no del control de DBRS, o de cualquier representante de DBRS, en relación con, o relativo a, la obtención, recopilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o entrega de dicha información. Las calificaciones y otras opiniones emitidas por DBRS son, y deben interpretarse únicamente como, declaraciones de opinión y no como declaraciones de hechos en cuanto a solvencia crediticia ni como recomendaciones para comprar, vender o conservar cualquier valor. Un informe con una calificación de DBRS no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversionistas por el emisor y sus administradores en relación con la venta de valores. DBRS recibe una compensación por sus actividades de calificación por parte de emisores, aseguradores, garantes y / o suscriptores de títulos de deuda, así como de los suscriptores a su sitio web. DBRS no es responsable por el contenido o funcionamiento de sitios web de terceros a los que se acceda a través de hipertexto o de enlaces de otras computadoras y DBRS no tendrá ninguna responsabilidad ante ninguna persona o entidad por el uso de sitios web de terceros. Esta publicación no puede ser reproducida, retransmitida o distribuida en forma alguna sin el consentimiento previo por escrito de DBRS. **TODAS LAS CALIFICACIONES DE DBRS ESTÁN SUJETAS A DESCARGOS DE RESPONSABILIDAD Y A CIERTAS LIMITACIONES. SÍRVASE LEER LOS DESCARGOS Y LAS LIMITACIONES EN <http://www.dbrs.com/about/disclaimer>. PUEDE ENCONTRAR INFORMACIÓN ADICIONAL SOBRE LAS CALIFICACIONES DE DBRS, ASÍ COMO SOBRE SUS DEFINICIONES, POLÍTICAS Y METODOLOGÍAS EN <http://www.dbrs.com>.**

Oficinas corporativas: | DBRS Tower – 181 University Avenue Suite 700 Toronto, ON M5H 3M7 |
Teléfono: +1 416 593 5577 | www.dbrs.com