

# Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público

## Metodología Maestra

### Alcance

**Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público:** Este informe establece la metodología que Fitch Ratings utiliza para calificar entidades del sector público o sin fines de lucro que proveen o respaldan servicios y actividades públicos o sociales esenciales y cuya deuda se prevé que sea pagada con ingresos y recursos propios de la entidad. Entre estas entidades se incluyen, sin estar limitadas, aquellas de servicios públicos esenciales, instituciones educativas, entidades relacionadas con el sector de salud, proveedores de viviendas asequibles, incluidas agencias de financiamiento de vivienda en Estados Unidos (EE. UU.), proveedores de servicios sociales, instituciones culturales/benéficas, agencias de transporte público, entidades de desarrollo urbano y empresas de inversión estratégica de propiedad del gobierno.

Los ingresos y recursos del emisor pueden provenir de diversas fuentes, incluidos cargos por servicios o bienes vendidos, subvenciones públicas, subsidios, fondos de beneficencia y apoyos fiscales e ingresos relacionados.

La metodología se utiliza para asignar calificaciones de riesgo emisor (IDR; *issuer default ratings*) y calificaciones de instrumentos de deuda individuales (calificaciones de emisión). Las IDR y las calificaciones de emisión bajo esta metodología maestra y metodologías de sector relacionadas son en escala internacional. Las calificaciones no contemplan perspectivas de recuperación en caso de incumplimiento. Las calificaciones de emisión, excepto en las circunstancias limitadas descritas en este documento, se establecen en el nivel de la IDR de la entidad o perfil crediticio individual (PCI). Esta metodología se aplica tanto a las nuevas calificaciones como al seguimiento de las existentes.

Para emisores e instrumentos de deuda en mercados locales que requieren de calificaciones en escala nacional, Fitch aplicará la metodología "National Scale Rating Criteria" ("Metodología de Calificaciones en Escala Nacional") en conjunto con esta metodología maestra.

**Calificaciones Individuales y Perfiles de Crédito Individuales:** Cuando se deba determinar un PCI para empresas relacionadas con un gobierno municipal en EE. UU. o al aplicar la metodología "Government-Related Entities Rating Criteria" ("Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno") fuera de EE. UU., dicha calificación o evaluaciones del PCI considerarán esta metodología maestra y cualquier metodología de sector relacionada. Sin embargo, en general, estas metodologías no se utilizan para evaluar PCI de instituciones financieras de propiedad estatal que no sean de EE. UU. que están calificadas en conjunto con la metodología "Government-Related Entities Rating Criteria" ("Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno") y otras metodologías aplicables.

**Bonos Respaldados por Ingresos de Transporte:** La metodología no aplica a bonos respaldados por ingresos de transporte emitidos para financiar aeropuertos, puertos, carreteras y puentes que son calificados bajo la metodología de Fitch titulada "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos" y metodologías de sector relacionadas.

### Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	2
Marco	2
Legitimidad de los Ingresos	6
Riesgo Operativo	11
Perfil Financiero	15
Análisis de Pares	22
Consideraciones sobre el Riesgo Asimétrico Añadido	22
Otras Cuestiones	29
Uso del Modelo	32
Fuentes de Datos	32
Variaciones Metodológicas	32
Limitaciones	32
Divulgación	32
Supuestos para la Sensibilidad de Calificación	32
Canje Forzoso de Deuda	33
Apéndice A: Definiciones Clave	34
Apéndice B: Calificaciones de Corto Plazo	36
Apéndice C: Modelo "Portfolio Analysis Model" (PAM)	41

Esta metodología es una traducción de la versión en inglés titulada "Public Sector, Revenue-Supported Entities Rating Criteria", que se publicó el 1 de septiembre de 2021. Esta traducción actualiza la versión en español del 8 de junio de 2021.

### Analistas

Tipper Austin  
+1 212 908 9199  
[tipper.austin@fitchratings.com](mailto:tipper.austin@fitchratings.com)

Vladimir Redkin  
+7 495 956 2405  
[vladimir.redkin@fitchratings.com](mailto:vladimir.redkin@fitchratings.com)

Kevin Wu  
+852 2263 9609  
[kevin.wu@fitchratings.com](mailto:kevin.wu@fitchratings.com)

Raj Sanghvi  
+1 212 908 0746  
[raj.sanghvi@fitchratings.com](mailto:raj.sanghvi@fitchratings.com)

## Factores Clave de Calificación

**Legitimidad de los Ingresos:** El análisis de Fitch considera la capacidad de la entidad de generar flujo de efectivo dentro de su marco legal y de acuerdo con sus aspectos económicos fundamentales. Fitch evaluará características de la demanda y la fijación de precios que tienen una influencia sobre la volatilidad de los ingresos, así como las herramientas que la entidad tiene a su alcance para responder a fluctuaciones en la demanda.

**Riesgo Operativo:** Fitch examina el perfil de operación de la entidad, incluidos la previsibilidad y volatilidad de los costos, los riesgos de ciclo de vida/renovación de capital, riesgos clave de costos de recursos y la capacidad para administrar el crecimiento en los costos con el tiempo.

**Perfil Financiero:** La agencia evalúa el nivel de flexibilidad financiera que una entidad puede sostener a medida que enfrenta situaciones de estrés que se espera que ocurran durante el período de escenarios correspondiente. La evaluación considera el perfil de liquidez y las métricas de apalancamiento de la entidad en general en el contexto de su perfil de riesgo.

**Factores de Riesgo Asimétrico Añadido:** Factores de riesgo tales como la estructura de la deuda, la gestión y gobernanza, los aspectos legales y regulatorios, y los riesgos de país también son considerados al asignar una calificación. Estos factores de riesgo no se consideran en la escala de calificación y solo características débiles afectan las calificaciones asignadas (es decir, de naturaleza asimétrica). En raras circunstancias, otras cuestiones podrían afectar la calificación/PCI finales, tales como un riesgo de contraparte u otras características estructurales de soporte.

## Marco

Este reporte de metodología maestra es utilizado por Fitch en conjunto con cualquier metodología de sector que resulte relevante. Las metodologías de sector específico proporcionan métricas y niveles de estrés indicativos, factores adicionales, expectativas de atributos o metodologías específicas. Esta metodología maestra evalúa atributos clasificados como ‘Más Fuerte’, ‘Rango Medio’ o ‘Más Débil’. Las metodologías de sector pueden proporcionar ajustes y evaluaciones de grupo en categorías alineadas a categorías de calificación como aaa, aa y a (Más Fuerte), bbb (Rango Medio), y bb y b (Más Débil), por ejemplo.

En este informe, la clasificación de atributos representa los puntos de vista analíticos de Fitch para una gama amplia de entidades. Las listas no son exhaustivas y algunos atributos pueden no ser relevantes para una entidad específica. Las tablas de atributos no son solamente listas de verificación, sino una orientación cualitativa al evaluar el perfil de riesgo de la entidad y solo forman parte del proceso de calificación. Se identifican métricas específicas para la metodología maestra; sin embargo, cuando sea relevante, se pueden utilizar métricas adicionales. No todos los factores de calificación de la metodología pueden aplicarse a cada calificación o acción de calificación individual. Cada comentario de acción de calificación o informe de calificación específico permitirá analizar los factores más relevantes.

Para créditos cubiertos bajo el alcance de la metodología maestra pero no cubiertos bajo el alcance de metodologías de sectores específicos, se utilizará solamente la metodología maestra.

## Calificaciones de Riesgo Emisor y Calificaciones de Emisión

Las calificaciones de esta metodología maestra son generalmente de riesgo emisor (IDR) (o PCI, según se indique), y se utilizan para informar calificaciones de instrumentos en general. A una entidad se le asigna una IDR cuando esta es una entidad legal independiente. Una IDR, por lo general, refleja todas las obligaciones financieras de una entidad, ya sea que sus valores tengan o no características distintivas. Cuando se asigna una IDR, Fitch considera toda la estructura de responsabilidad de la entidad para formarse una opinión sobre el riesgo de insolvencia y, a continuación, toma en cuenta cualquier marco legal que pueda reducir el riesgo de incumplimiento asociado a un instrumento de deuda específico, incluso cuando la entidad esté en proceso de quiebra o administración judicial. Estas protecciones existen, pero no siempre están presentes. Consulte la sección ‘Estructura de la Deuda y Exposición a Obligaciones Contingentes’ más adelante.

En EE. UU., Fitch asignará una IDR a empresas que estén determinadas a ser entidades municipales independientes para fines de declaración de bancarrota bajo el Capítulo 9 del

## Metodologías Aplicables

U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria (Metodología de Calificación de Finanzas Públicas de Estados Unidos Respaladas por Ingresos Fiscales) (Mayo 2021)

Government-Related Entities Rating Criteria (Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno) (Septiembre 2020)

Public-Sector Counterparty Obligations in PPP Transactions Rating Criteria (Metodología de Calificación de Obligaciones de Contrapartes del Sector Público en Transacciones de APP) (Mayo 2021)

International Local and Regional Governments Rating Criteria (Metodología de Calificaciones de Gobiernos Locales y Regionales) (Octubre 2020)

National Scale Rating Criteria (Metodologías de Calificaciones en Escala Nacional) (Diciembre 2020)

## Pasos para Derivar IDR/PCI

- 1 **Perfil de Riesgo**  
Volatilidad potencial en el flujo de efectivo de la entidad determinada mediante la evaluación de legitimidad de los ingresos y de los factores clave de riesgo respecto al riesgo operativo (Más Fuerte, Rango Medio, Más Débil).
- 2 **Evaluación del perfil financiero**  
Trayectoria esperada y resiliencia o sensibilidad al estrés evaluadas mediante escenarios apropiados desarrollados por Fitch en el contexto del perfil de riesgo de la entidad.
- 3 **Tabla de Posicionamiento de Calificaciones/PCI**  
Combinar la evaluación del perfil de riesgo y del perfil financieros en un resultado analítico sugerido.
- 4 **Riesgo asimétrico y otras cuestiones**  
Refinar el resultado analítico sugerido para un posicionamiento de escalón (*notch*) específico con base en el análisis del pares apropiados, factores adicionales de soporte, factores de riesgo asimétrico añadido y techo de contrapartes, si es apropiado.



## 5 IDR/PCI

Fuente: Fitch Ratings.

Código de Bancarrota de Estados Unidos (el Código), así como una calificación de emisión específica para cada título valor calificado por Fitch. Para las empresas vinculadas a municipios se evaluará, en cambio, un PCI. Asignar IDR o evaluar PCI alinea las calificaciones de riesgo de incumplimiento en este sector a aquellas asignadas por otros grupos a través de la plataforma global de calificación de Fitch. A los emisores conducto (*conduit issuers*), incluidos los que se benefician de marcos contractuales transferibles y balanceados, no se les asignarán IDR ni se evaluará PCI. Además, ciertas entidades son establecidas única o principalmente con propósitos de financiamiento o contabilidad para infraestructura o instalaciones. En general, Fitch no asignará una IDR ni evaluará un PCI para dichas entidades cuando una evaluación del perfil de ingresos y operativo no proveería una percepción adicional acerca del riesgo crediticio.

Una IDR refleja nuestra evaluación de la vulnerabilidad relativa de un emisor al incumplimiento de sus obligaciones financieras. De manera similar, el PCI representa el perfil crediticio de la entidad relevante sobre una base individual independientemente de su relación con, y la calidad crediticia de, su municipio relacionado. Generalmente, a todos los títulos valores individuales de un emisor se les asignará la misma calificación que la IDR/el PCI. Sin embargo, cuando se ha evaluado un PCI, las calificaciones de emisión específica podrían estar limitadas por la IDR del municipio relacionado, como lo determina la metodología de Fitch "U.S. Public Finance Tax-Supported Criteria" ("Metodología de Calificación de Finanzas Públicas de Estados Unidos Respaldadas por Ingresos Fiscales").

Las IDR/los PCI y las calificaciones de emisión no incorporan ninguna evaluación de las perspectivas de recuperación; en este sector, distinciones de riesgo de incumplimiento entre las emisiones por su prioridad se harán únicamente cuando exista una base para ello en la documentación financiera y el marco legal que sustente la conclusión de que un incumplimiento en un tramo no resultará en el incumplimiento de pago en otros tramos sénior. Una estructura de deuda específica puede incluir mecanismos de seguridad adicionales, tales como una hipoteca. No obstante, estas protecciones no son efectivas para prevenir el incumplimiento en bancarrotas y no son una base para diferenciar la calificación del instrumento de la IDR o del PCI.

Cuando se ha asignado a los emisores una IDR y se pueden hacer diferenciaciones de calificación con base en la prioridad de la deuda, la calificación del tramo más júnior será correspondiente con la IDR. De forma similar, cuando se ha evaluado un PCI para los emisores y se pueden hacer diferenciaciones de calificación con base en la prioridad de la deuda, la calificación del tramo más júnior será correspondiente con el PCI (o la limitación determinada por la IDR del municipio relacionado, cuando aplique). Cuando no existan las condiciones apropiadas para diferenciar las calificaciones de títulos valores con base en su prioridad, todos los títulos valores serán calificados en el mismo nivel que la IDR/el PCI.

### **Determinación de la Relación con un Gobierno Municipal General de EE. UU.**

Para ciertas empresas que no son consideradas como entidades independientes, las calificaciones de emisión estarán limitadas por la calidad crediticia del gobierno general u otras entidades relacionadas. Al determinar si una entidad es o no independiente, Fitch evalúa si la empresa constituye una municipalidad bajo la ley estatal para propósitos del Código. Fitch también considerará si la empresa:

- Tiene un órgano de gobierno independiente (puede existir independencia incluso si dicho órgano es designado por miembros del gobierno relacionado).
- Presenta estados financieros individuales (aunque sus operaciones financieras puedan ser reportadas también en los estados financieros de otra unidad).
- Tiene sus propios empleados y mecanismos de recaudación no sujetos a la aprobación del gobierno relacionado, si realiza operaciones del gobierno general. Se podría requerir la aprobación de los votantes, el estado o un ente regulador y, aun así, ser considerada por Fitch como una unidad independiente de gobierno.
- Transfiere ingresos residuales al gobierno relacionado después de servir su deuda y cubrir los gastos operativos.

Si Fitch determina que la empresa no es de forma clara una municipalidad independiente conforme al Capítulo 9, las calificaciones de emisión serán limitadas casi siempre en no más de

tres escalones (*notches*) arriba de la IDR del gobierno general relacionado del cual es parte o de su municipio relacionado.

En general, Fitch no asignará una IDR o topará calificaciones de deuda relativas a entidades relacionadas que existen única o principalmente como entidades de financiamiento, contabilidad o traspaso y no son generalmente gobiernos. Aunque el PCI de una entidad no es limitada de manera explícita por la calidad crediticia del gobierno general u otras entidades relacionadas, todas las calificaciones de la empresa podrían estar vinculadas estrechamente con las de estas entidades cuando existan conexiones legales, financieras u operativas significativas, por ejemplo, cuando haya acuerdos crediticios de incumplimiento cruzado o si un fondo consume efectivo de otro independientemente de las políticas internas.

### Entidades Relacionadas con el Cuidado de la Salud

Ciertas entidades relacionadas con el cuidado de la salud no proveen servicios lo suficientemente amplios para ser calificadas como un hospital de cuidados intensivos o comunidad de plan de retiro (*life plan community*) bajo las metodologías de esos sectores, pero son cubiertas bajo el alcance de la “Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público”. Estas entidades son generalmente proveedoras de servicios de cuidado de la salud que tienen acuerdos para participar en Medicare, pero no reciben admisiones para hospitalización de cuidado intensivos. Dichas entidades podrían incluir instalaciones de enfermería especializada, un centro integral de rehabilitación ambulatoria, una agencia de salud en el hogar, un hospicio, una clínica, una agencia de rehabilitación o una agencia de salud pública que participa en Medicare pero no ofrece servicios completos de hospitalización.

### Empresas Controladoras de Inversión Estratégica de Propiedad Gubernamental

Las empresas controladoras (*holding*) de inversión estratégica de propiedad gubernamental están cubiertas bajo la metodología maestra en lugar de la metodología de sector específico “Investment Holding Companies Criteria” (“Metodología de Compañías de Inversión Controladoras”). Este tipo de empresa *holding* suele ser de propiedad mayoritaria o absoluta de los gobiernos directa o indirectamente y existe para emprender objetivos importantes de política pública, como fomentar el crecimiento económico local, mantener la estabilidad financiera local y contener el riesgo financiero sistémico. Entre las actividades de estas empresas, pueden incluirse la mejora de las bases industriales locales, la financiación de proyectos clave de infraestructura urbana y la gestión de fondos de inversión dirigidos por el gobierno; la propia empresa estratégica puede llevar a cabo tareas de los accionistas en nombre del gobierno para las entidades en cuestión. Además de las ganancias regulares por dividendos como las principales fuentes de ingresos operativos, estas empresas *holding* pueden recibir inyecciones de capital y otras formas de apoyo de los gobiernos debido a su misión política. El historial y la magnitud de dicho apoyo gubernamental se evalúan conforme a la metodología “Government-Related Entities Rating Criteria” (“Metodología de Entidades Relacionadas con el Gobierno”).

Fitch utiliza estados financieros individuales en lugar de estados globales consolidados para la evaluación del PCI de empresas *holding* de inversión estratégica que son propiedad del gobierno y asume que este tipo de empresas *holding* está separada de sus filiales (es decir, los ingresos de la empresa matriz no se pueden utilizar para el servicio de deuda del grupo y viceversa).

### Evaluación de Factores Claves de Riesgo Alimenta Perfil de Riesgo del Emisor

El perfil de riesgo general del emisor, evaluado mediante los factores clave de calificación de legitimidad de los ingresos y riesgo operativo, es el punto de partida en el análisis de calificación; sin embargo, la influencia relativa que pueden tener los factores cualitativos y cuantitativos en una calificación varía entre entidades en un sector, así como con el tiempo. Como lineamiento, cuando un factor de calificación clave es significativamente más débil que otro, este elemento más débil tiende a tener mayor peso en el análisis.

Fitch ha observado que, debido a las características de los ingresos y riesgos operativos en EE. UU., las evaluaciones de atributos tienden hacia resultados más fuertes en el caso de las entidades gubernamentales y, entre rango medio y débiles, en el caso de las entidades sin fines de lucro. Fuera de EE. UU., existe una gama amplia de características y estas pueden tender hacia evaluaciones de atributos de rango medio y débil. Además, fuera de EE. UU., es más

probable que las calificaciones se vean afectadas por otros factores. Por ejemplo, en los mercados en desarrollo, los factores asimétricos de gobierno corporativo, la situación económica general del país o la incertidumbre mayor en relación con la confiabilidad de un régimen legal o regulatorio pueden ser negativos para la calificación, lo que da como resultado una calificación inferior a la sugerida por la tabla de posicionamiento de calificaciones. Las calificaciones de contraparte pueden limitar la calidad de la fuente de ingresos y quedar reflejadas en la evaluación de la legitimidad de los ingresos y, en última instancia, las calificaciones pueden estar limitadas por la aplicación de techos soberanos o topes de calificación soberanos.

### Asignación del Perfil Financiero en el Contexto de Evaluación de Factores Clave de Riesgo

El análisis de Fitch aborda la capacidad de la entidad de generar un flujo de efectivo predecible. Esto requiere una evaluación de las características fundamentales de la entidad subyacente tomando en cuenta factores clave de calificación relacionados, tales como los ingresos y los riesgos de operación, que impactan sus aspectos económicos fundamentales.

Las opiniones formadas en los factores determinantes de la estabilidad del flujo de efectivo se expresan en las evaluaciones de atributos de legitimidad de los ingresos y el riesgo operativo. Estas evaluaciones se presentan en las metodologías como más fuerte/de rango medio/más débil, reflejando una opinión sobre la vulnerabilidad relativa al riesgo que esté siendo evaluado. El perfil de riesgo resultante de la entidad es un elemento clave que es considerado en la evaluación de su perfil financiero.

Fitch tendrá en cuenta la información histórica, las proyecciones de la entidad y los datos de terceros, cuando estén disponibles, para evaluar el desempeño futuro. El uso de información histórica dependerá de su calidad y de la opinión que tenga Fitch sobre su relevancia en la evaluación del desempeño futuro. Es probable que la información histórica sea la más relevante para las entidades y los mercados establecidos en los que hay datos disponibles del desempeño de una entidad. Fitch considera que los supuestos o estimaciones que se basan en dicha información de desempeño son más confiables que los estudios del mercado en general y que los pronósticos relacionados sobre dinámicas futuras de precio y demanda. La relevancia de la información histórica puede ser cuestionada cuando los cambios en el sector o en el entorno operativo de la entidad sugieren incertidumbre sobre el desempeño futuro.

Las calificaciones se asignan a través del ciclo y consideran un escenario que refleja cambios en el perfil financiero de una entidad a medida que enfrenta situaciones de estrés que pueden esperarse durante el período de proyección correspondiente. Estas situaciones de estrés pueden incluir un ajuste en costos, ingresos o en la operación y son incorporadas en los escenarios realizados en el proceso de calificación. Las exposiciones a los riesgos financieros que se consideren importantes de acuerdo con lo señalado en la evaluación de la estructura de deuda, tales como los riesgos de moneda, refinanciamiento o tipo de cambio, serán incorporados en los escenarios según corresponda.

La capacidad de la entidad de realizar pagos oportunos toma en cuenta sus recursos y capacidades absolutas, que se reflejan en las métricas que miden su perfil de liquidez. Fitch considera el índice de cobertura de servicio de deuda, el efectivo disponible al día y la cobertura del servicio de deuda máximo anual (SDMA), así como indicadores que miden su flexibilidad financiera y operacional en general, tales como la deuda neta ajustada y otros pasivos a flujos de efectivo disponibles para el servicio de deuda (FEDSD) sobre EBITDA (siglas para *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*; en español: utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) u otras medidas de apalancamiento total.

La correspondencia del perfil de riesgo, el perfil financiero y los resultados sugeridos para las calificaciones y PCI se presentan en la tabla de la página 21. Los resultados sugeridos no son formulados ni determinados por un modelo específico, sino que más bien requieren de un juicio cualitativo para evaluar las métricas en el contexto general de cada entidad. Pueden existir factores que permitan una calificación/un PCI más altos de lo que indican la tabla o las métricas, tales como protecciones contractuales excepcionalmente fuertes, un entorno operativo o competitivo favorable, dinámicas de mercado que reducen el precio potencial o la volatilidad de los costos. En contraste, pueden presentarse factores que sugieran una calificación/un PCI más

bajos que lo indicado por la tabla o las métricas, tales como una base limitada de demanda o restricciones significativas en el suministro de recursos clave.

### Atributos de los Factores Clave de Riesgo Considerados en los Escenarios de Estrés

La mayoría de los factores clave de riesgo que se analizan en la metodología maestra o en la metodología de sector específico ayudarán a plantear los tipos y niveles de estrés que Fitch aplicará en su análisis, particularmente los supuestos de los escenarios subyacentes. La volatilidad de los ingresos y los costos utilizada en un escenario debe alinearse, en general, con la evaluación del atributo de calificación clave de la entidad. Por ejemplo, una legitimidad de los ingresos fuerte sugeriría una volatilidad más baja, mientras que una legitimidad de los ingresos débil sugeriría un escenario con volatilidad más alta.

### Evaluación de Riesgo Asimétrico Añadido

El análisis permitirá considerar si ciertos factores de riesgo adicional pueden afectar la conclusión de la calificación/el PCI. Estos factores de riesgo adicional funcionan de forma asimétrica, es decir, solo las características por debajo del estándar se toman en cuenta en los niveles de calificación finales, mientras que los aspectos positivos para el crédito se consideran como la norma general, lo que tendría un impacto neutro en la calificación. Estos factores de riesgo incluyen la estructura de deuda, la planeación y desarrollo del capital, la gestión y gobernanza, asuntos legales y regulatorios, la calidad de la información, el riesgo país y la confianza o solidez del régimen legal. Con la aplicación de estas evaluaciones de riesgo adicional, se señalará el impacto sobre el posicionamiento sugerido de calificación/PCI al momento de evaluar el perfil financiero del emisor.

La calificadora analiza los efectos que tendrían los términos de la deuda en la solvencia de la entidad. Estos efectos incluyen riesgos, tales como un aumento inesperado en el pago de interés o principal, y protección, tal como un servicio de deuda diferible o el barrido obligatorio de caja. El análisis considera la estructura de la deuda, incluidos la prelación, la amortización, el vencimiento, el riesgo de tasa de interés e instrumentos de cobertura, la liquidez, las reservas, las obligaciones financieras y los detonantes en el contexto del entorno operativo de la entidad. Consulte la sección “Estructura de la Deuda y Exposición a Obligaciones Contingentes” más adelante.

Inevitablemente, la calificación de una entidad y sus instrumentos de deuda se colocan en el contexto del entorno político, jurídico y económico en el que opera. El efecto puede resultar en la restricción de las calificaciones a un techo país, como se describe más adelante en el apartado de “Techo País y Confiabilidad del Régimen Jurídico” en sección “Riesgos Macroeconómicos”.

### Riesgos de Contraparte y Otras Cuestiones

Cuando sea relevante para el sector, el análisis considerará otros riesgos relevantes que podrían afectar las calificaciones, incluido el tratamiento de obligaciones (*covenants*) y la consecuencia de incumplirlas; los riesgos de evento potenciales que podrían afectar adversamente la capacidad de la entidad para pagar la deuda; o riesgo de contraparte. Este último significa que la calificación de la entidad pueda estar limitada por la calificación de la contraparte más débil si los recursos financieros o el flujo de efectivo de la entidad son altamente dependientes de esta contraparte. Ver sección “Otras Cuestiones” para más detalles.

## Legitimidad de los Ingresos

Fitch evalúa la capacidad relativa de una entidad para proteger y mantener su perfil de ingresos a pesar de los desafíos que enfrente en su entorno operativo.

El ingreso bruto de una entidad se ve impulsado generalmente por una combinación de disponibilidad, precio y volumen. El riesgo se presenta si la producción o el servicio no pueden ser provistos de manera adecuada o si la demanda del producto o servicio no existe a un precio que le permita a la entidad cubrir sus gastos operativos y el servicio de su deuda. Una entidad puede tener ingresos que no estén relacionados directamente con el consumo o la producción, como impuestos asignados en actividades no relacionadas con sus funciones, de ingresos no operativos o reducciones en el capital para inversión, y estos complementarán los ingresos operativos, lo que mitigará los riesgos de precio y de demanda. Los riesgos asociados con estas otras fuentes de ingresos, que podrían afectar el perfil financiero de la entidad, también son considerados.

Las fuentes de ingresos varían según el sector. Puede haber uno o varios participantes pagadores tales como los proveedores de seguros de salud públicos o privados en el sector de salud o compradores de energía obligados contractualmente en el sector energético; ingresos provenientes de donaciones sustanciales o fondos de inversión similares en educación superior y la atención médica sin fines de lucro, así como en los sectores de actividades de beneficencia; rentas pagadas en proyectos de vivienda e ingresos por vivienda residencial u otras ventas; o cuotas o cargos pagados por un número significativo de usuarios tales como estudiantes, pacientes, visitantes y clientes de agua y energía; tarifas pagadas por transportación y provisión de otros servicios públicos; o ingresos por impuestos.

Fitch evaluará la estabilidad y previsibilidad relativas de las fuentes más relevantes de flujo de efectivo de la entidad al considerar su capacidad para pagar su deuda. El análisis contempla el marco de ingresos de la entidad, los efectos de cualquier requisito de desempeño en los ingresos y la exposición a la demanda de sus servicios, lo cual forma el perfil de ingresos totales. Cuando una entidad tiene una dependencia significativa de los ingresos fiscales para complementar el desempeño operativo, la volatilidad de ese flujo de ingresos se considerará de forma constante a través de los enfoques establecidos bajo las metodologías de Fitch “U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Finanzas Públicas de Estados Unidos Respaladas por Ingresos Fiscales”) y “International Local and Regional Governments Rating Criteria” (“Metodología Global de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales”).

También existen ciertas empresas sin fines de lucro, tales como fundaciones de beneficencia, que no dependen de la producción o los servicios para obtener sus ingresos y, por lo tanto, no experimentan riesgos de demanda o de fijación de precios. Para estas entidades, la legitimidad de los ingresos podría no ser un factor de calificación relevante y, por lo tanto, no sería evaluado. La consideración de los ingresos para estas entidades se aborda en la evaluación de su perfil financiero.

### Tabla Guía de Atributos – Características de la Demanda

	Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil
<b>Características de la Demanda</b>	<b>Ingresos totalmente contratados<sup>a</sup></b>		
	Totalmente contratados (contratos de arrendamiento o de compra en firme) con contrapartes con fortaleza financiera más sólida con un período de vida superior al activo de deuda calificado.	Totalmente contratados (contratos de arrendamiento o de compra en firme) ponderada con contrapartes con fortaleza financiera de rango medio con un período de vida igual o superior a la de la deuda calificada.	Totalmente contratados (contratos de arrendamiento o de compra en firme) ponderada con contrapartes con fortaleza financiera más baja.
	<b>O ingresos basados en demanda</b>		
	Volatilidad más baja de la demanda basada en el usuario demostrada y esperada; se espera que disminuya marginalmente durante una recesión económica o que se reduzca marginalmente en una base contracíclica (menos que el cambio en la variable macro correspondiente).	Se espera que la demanda basada en el usuario indicada tenga fluctuaciones con los cambios de la macroeconomía en general, incluido el cambio contracíclico (por ejemplo, por lo general se alinea con los cambios en el producto interno bruto).	Se demuestra que se espera que la demanda basada en el usuario se contraiga de forma importante, más que un cambio correspondiente en el entorno macroeconómico, incluidos cambios contracíclicos en la demanda (por ejemplo, por lo general disminuye un múltiplo ante un cambio en el producto interno bruto).
	Base de clientes diversa sin concentración significativa de clientes o con cierta concentración en totalmente contratados (arrendamientos o contratos de compra en firme [ <i>take-or-pay</i> ]) con contrapartes con fortaleza financiera más fuerte.	Base de clientes diversa pero con algunas concentraciones (los 10 clientes principales representan una proporción moderada de la demanda).	Base de clientes diversa pero mixta con concentraciones altas (los 10 clientes principales representan una porción significativa de la demanda).
Se espera que el crecimiento de demanda en área de servicio sea fuerte debido a perspectivas de crecimiento económico fuerte en la región	Se espera que el crecimiento de la demanda en el área de servicio sea marginalmente positivo debido a perspectivas de crecimiento económico sólidas en la región.	Se espera que el crecimiento de la demanda en el área de servicio se mantenga igual o ligeramente negativo debido al crecimiento económico limitado o negativo en la región.	

Tabla Guía de Atributos – Características de la Demanda

	Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil
<b>Características de Fijación de Precios</b>	La entidad tiene capacidad independiente y flexibilidad total para recaudar ingresos suficientes para cubrir todos los costos mediante aumentos en cargos/tarifas/impuestos.	El marco legal o contractual establece la capacidad para recaudar ingresos suficientes para recuperar al menos los aumentos inflacionarios en los costos mediante incrementos en cargos/tarifas/impuestos y recuperar la volatilidad de los precios de productos básicos.	El marco legal o contractual limita la capacidad para recaudar ingresos suficientes para recuperar costos mediante aumentos en cargos/tarifas/impuestos a niveles, probablemente, por debajo de la inflación o limita la capacidad para recuperar los costos volátiles de los productos básicos.
	○	○	○
	Régimen regulatorio altamente solidario que busca mantener la compensación por servicios a un nivel consistentemente más allá de la solvencia de los proveedores sin fines de lucro o de autoridades públicas de servicios públicos esenciales.	Régimen regulatorio favorable que busca mantener la compensación por servicios a un nivel que favorezca de manera consistente la solvencia de los proveedores sin fines de lucro o de autoridades públicas de servicios públicos esenciales.	El régimen regulatorio mantiene la compensación por servicios en niveles que pueden desafiar la solvencia de los proveedores sin fines de lucro o de autoridades públicas de servicios públicos esenciales, lo que requiere otras fuentes como donaciones, subvenciones o apoyos extraordinarios al balance
	Es poco probable que los cambios en los cargos/tarifas afecten de manera importante la demanda.	Los cambios en los cargos/tarifas podrían afectar marginalmente la demanda, pero, dentro de los límites, proporcionarán ingresos mayores.	Es probable que los cambios en los cargos/tarifas afecten de manera importante la demanda.
	El dominio del mercado brinda fuerza de negociación en los contratos de ingresos clave	Una posición de mercado como competidor importante apoya la posición negociadora en contratos clave de ingresos.	Posición debajo del promedio o débil en el entorno del mercado.
	Los ingresos fiscales recaudados por la entidad o en nombre de esta muestran crecimiento alineado a la tasa de inflación.	Los ingresos fiscales recaudados por la entidad o en nombre de esta muestran crecimiento, por lo general, por debajo de la tasa de inflación.	Los ingresos fiscales recaudados por la entidad o en nombre de esta muestran crecimiento nulo o negativo.
	Si aplica	Si aplica	Si aplica
	Régimen de subsidios, con un historial largo y estable y que no es políticamente sensible, y otras fuentes de ingresos proveen un soporte alto.	Régimen de subsidios, con un historial largo y estable y que no es políticamente sensible, y otras fuentes de ingresos proveen soporte.	Régimen de subsidios está constantemente sujeto a cambios/políticamente sensible o no está bien establecido; otras fuentes de ingresos no proveen soporte.
	Ingresos suficientes para sostener los márgenes de operación requieren retiros periódicos de los fondos de inversión (por ejemplo, "fondos de beneficencia"), pero en niveles muy por debajo de los rendimientos de inversión de largo plazo anuales esperados.	Ingresos suficientes para brindar soporte a los márgenes operativos requieren retiros periódicos de los fondos de beneficencia en niveles que se aproximan a los rendimientos de inversión de largo plazo esperados.	Ingresos suficientes para brindar soporte a los márgenes operativos requieren retiros periódicos de los fondos de beneficencia en niveles que se espera que excedan los rendimientos de inversión de largo plazo esperados.

<sup>a</sup> Para entidades con ingresos totalmente contratados, la evaluación de los demás factores de características de la demanda no serán aplicables en general. Fuente: Fitch Ratings.

Evaluación del Riesgo de Demanda

Se Evalúa la Volatilidad de la Demanda

Fitch considera el grado de exposición a la volatilidad de la demanda de bienes y servicios, incluyendo si la demanda se estabiliza por contrato, cuánto puede variar la demanda debido a un cambio en el entorno económico y hasta qué punto el entorno económico subyacente respalda el crecimiento de la demanda. Muchas entidades estarán expuestas a los riesgos de demanda, sin embargo, puede haber diferencias significativas en la volatilidad de la demanda así como elasticidad. Por ejemplo, los servicios públicos locales pueden experimentar cambios en la demanda debido al clima, así como cambios en la actividad económica dentro del área de servicio. Es menos probable que la demanda de servicios de cuidados intensivos en un hospital se vea afectada por cambios en la economía, aunque la mezcla de fuentes de reembolso podría cambiar para apoyarse más en las fuentes de pago gubernamentales y el pago por cuenta propia en tiempos de penuria económica, y la demanda de procedimientos electivos no

reembolsados mediante el seguro podría disminuir. La demanda de educación superior puede ser contracíclica y puede aumentar cuando hay menos oportunidades en el mercado laboral.

### **Se Evalúa la Posición Competitiva**

En el caso de entidades en las que la competencia del mercado puede tener una influencia fuerte en la generación de ingresos, la posición de una organización en relación con sus competidores se considera como un área importante de enfoque analítico. Por ejemplo, aunque la demanda de educación y servicios de salud es relativamente estable, puede verse afectada por la posición general de la entidad en un mercado competitivo. Las universidades e instituciones de educación superior operan en un mercado escalonado, tanto a nivel nacional como regional, en donde las instituciones de prestigio tienen poco o ningún riesgo de fluctuación en la demanda, mientras que las instituciones ubicadas en los niveles más bajos pueden recurrir a estándares de admisión más laxos y descuentos en el precio para mantener una base de inscripciones estable. Los proveedores de salud pueden enfrentar competencia en los mercados locales en todas o ciertas líneas de servicios.

En tales casos, el análisis de Fitch considera la información disponible sobre las tendencias de la participación de mercado, la competitividad de los precios, la reputación de la industria, la cobertura geográfica o presencia comercial, y la diferenciación del producto. Las aspiraciones dirigidas a lograr un posicionamiento o ranking más alto en la industria, apoyar el desarrollo económico del área de servicios o cambiar de manera significativa la concentración de la participación del mercado son evaluadas en conjunto con las realidades prácticas de las competencias actuales de la organización y su capacidad para asegurar recursos adicionales para apoyar dichas iniciativas.

### **Mecanismos Contractuales y Regulatorios Considerados**

Algunas entidades tienen fuentes de ingreso totalmente contratadas que proporcionan un flujo de efectivo condicionado solamente a que se cumpla un estándar contractual de disponibilidad de uso o disponibilidad de entrega. Dado que las entidades con ingresos totalmente contratados, como es el caso de instalaciones de energía o de agua que cuentan con contratos de compra en firme (*take-or-pay*), tienen una exposición menor al riesgo de demanda, el análisis de otros riesgos se torna más importante al asignar una calificación. Estos incluyen aquellos riesgos que se relacionen con el desempeño con respecto a los términos establecidos en el contrato (disponibilidad, rendimiento y eficiencia), así como los riesgos de costo y riesgos de contraparte asociados con los intermediarios. Fitch también toma en cuenta si los mecanismos para determinar los ingresos son claros y objetivos, de manera que logren reducir las posibilidades de conflictos. También hay modelos mixtos, es decir, variaciones que requieren una evaluación más exhaustiva de los riesgos de volumen y precio, tales como las empresas de servicios de energía con ingresos base contratados y comercializados parcialmente. Estos combinan el riesgo de uso o entrega.

### **Evaluación de Características de Fijación de Precios**

#### **Marco Legal y Contractual para la Fijación de Precios**

Los proveedores que actúen en condiciones de monopolio o cuasimonopólicas de los servicios públicos esenciales operan, por lo general, bajo un marco legal o contractual que establece las bases sobre las cuales los precios deberán ser establecidos y los ingresos deberán ser generados. Como ejemplos, los proveedores de servicios públicos operan bajo leyes o normas que varían con respecto al enfoque utilizado en la fijación de sus tarifas. Algunas leyes permiten a las empresas de servicios públicos determinar cargos de manera independiente; otras establecen regímenes para la recuperación de costos y rendimientos limitados sobre las inversiones de capital. Las universidades públicas pueden enfrentar obstáculos de matriculación impuestos por un organismo regulatorio o por acción legislativa. Los proveedores de atención médica están sujetos generalmente a los regímenes de reembolso impuestos bajo contratos con las compañías de seguros o determinados por esquemas de salud financiados por el sector público. Fitch evaluará los factores de mitigación de los riesgos de demanda y precio que estén presentes en cualquiera de dichos marcos contractuales o legales, teniendo en cuenta la posición competitiva de la entidad. Algunas entidades tienen un monopolio en la provisión de servicios públicos esenciales y enfrentan competencia limitada. Otras pueden afrontar competencia de instalaciones o entidades competidoras cercanas a pesar de que exista un monopolio local.

### ***Las Entidades Reguladas Suelen Ser Tomadoras de Precios, pero Están Protegidas***

En muchas jurisdicciones, los servicios esenciales como la educación superior, la salud, la vivienda social y el tránsito son proporcionados casi exclusivamente por entidades sin fines de lucro o autoridades públicas designadas. Cuando un sector se organiza de esta forma, es acompañado comúnmente por una supervisión regulatoria y un régimen especial de administración de solvencia. Las tarifas y cargos y las compensaciones por servicios se establecen como parte de ese régimen y están por lo general fuera del control del proveedor de servicios. Aunque los proveedores en dichos sistemas son efectivamente tomadores de precios, Fitch considera la historia y tendencia del crecimiento del ingreso y la estabilidad del margen al evaluar la legitimidad de los ingresos de las entidades en dichos sectores.

Un sistema de soporte integrado es considerado como un atributo de fijación de precios de rango medio cuando sus características fomentan la solvencia, al mismo tiempo que manejan el crecimiento de los costos a través de la supervisión regulatoria. En los casos en que dicho marco regulatorio mantenga compensaciones por servicios en niveles que podrían afectar la solvencia de proveedores de servicios públicos esenciales sin fines de lucro o de autoridades públicas, lo que requeriría de otros recursos como donaciones, subvenciones o apoyos extraordinarios para el balance, Fitch lo considerará como un atributo débil de fijación de precios, pero tendrá en cuenta el alcance y la dependencia de dichos recursos en la evaluación general.

### ***Otras Fuentes de Ingresos***

Una entidad puede tener ingresos derivados de fuentes distintas a sus operaciones. Estas pueden incluir impuestos etiquetados que son recaudados por la entidad o en nombre de esta para apoyar el servicio de la deuda, las operaciones o ambos. Los ingresos fiscales serán evaluados en términos de volatilidad de la misma manera en que se evalúan los ingresos derivados de tarifas sensibles a la demanda. Una entidad puede beneficiarse de pagos de subsidios de un gobierno patrocinador; estos tienen como propósito brindar soporte al desarrollo del capital o a las operaciones y reforzar la asequibilidad del producto o de los servicios de la entidad. Se lleva a cabo una evaluación cualitativa de la previsibilidad del subsidio cuando se trata de una porción importante de los ingresos. Un subsidio que requiere una asignación periódica por parte de un órgano legislativo es intrínsecamente más susceptible al cambio en los ciclos presupuestarios que los impuestos etiquetados por una entidad o en nombre de esta y, por lo tanto, sus características se consideran, como máximo, de rango medio.

### ***Distribuciones de Donación***

Ciertas empresas sin fines de lucro pueden no ser capaces de producir márgenes operativos positivos basados solo en el patrocinio de sus miembros (admisiones y membresías) y buscan ingresos de inversiones de fondos de beneficencia para sostener la solvencia operativa. En estos casos, se evaluará la tasa relativa de retiros contra las ganancias: retiros en niveles que disminuyen potencialmente la totalidad del fondo se consideran como un atributo débil, siempre que no se cuente con una capacidad de procuración de fondos demostrada y esperada que pueda mantener el fondo en niveles consistentes con un perfil más fuerte o de rango medio.

### ***Otras Consideraciones***

#### ***Evaluación Aplicada a los Ingresos Brutos***

Los ingresos brutos de una entidad pueden estar sujetos a deducción en la forma de un gravamen, pago de regalías o demanda de bursatilización antes de todos los otros costos y gastos. Esto se debe reflejar en el análisis de flujo de efectivo a través del uso de ingresos netos y puede resultar en una mayor sensibilidad al cambio en el entorno operativo. Ver la sección "Perfil Financiero".

#### ***Dependencia del Marco Regulatorio***

Cuando los ingresos brutos son determinados bajo un marco contractual o regulatorio, Fitch considerará la dependencia relativa de los incentivos legales y regulatorios necesarios para sostener los ingresos. Ver la sección "Techo País y la Confiabilidad del Régimen Jurídico" en sección "Riesgos Macroeconómicos".

#### ***Dividendos a Empresas Holding de Inversión Estratégica Propiedad del Gobierno***

Las empresas holding de inversión estratégica propiedad del gobierno obtienen normalmente ingresos brutos de los pagos de dividendos iniciales de las entidades subsidiarias. Para estas

empresas holding, se evaluará la diversificación geográfica, la concentración de activos y la diversidad de modelos de negocio de las entidades subsidiarias, junto con el historial y la volatilidad de los pagos de dividendos en sentido ascendente. Una diversidad mayor de modelos empresariales, historiales más sólidos de pagos puntuales y flujos menos volátiles se considerarán atributos más fuertes.

### **Uso de las Características de Legitimidad de los Ingresos de la Metodología del Sector**

Una entidad puede tener características de ingresos que estén estrechamente alineadas con las de entidades cubiertas por metodologías de sector independientes y otras características operativas que la sitúan fuera del ámbito de dichas metodologías de sector. Un ejemplo son ciertas entidades relacionadas con el sector de salud que no proporcionan servicios lo suficientemente amplios como para ser clasificadas como un hospital de cuidados intensivos o comunidades de plan de retiro (*life plan communities*), pero comparten características de riesgo de ingresos sustancialmente similares a las establecidas en las metodologías sectoriales respectivas: riesgos relacionados con la combinación de pagadores, posición en el mercado y características del área de servicio. En estos casos, el uso de las evaluaciones de atributos específicos del sector es mejor referencia que las características más generales establecidas en la metodología maestra.

### **Consideración de las Proyecciones en Demanda y Precios en las Sensibilidades**

Al evaluar entidades expuestas total o parcialmente al precio o al riesgo de demanda, Fitch tendrá en cuenta la información histórica y las proyecciones de la entidad, incluidas aquellas respaldadas por revisiones de terceros, así como las proyecciones y los supuestos internos de Fitch.

Además, se revisarán las proyecciones de demanda y precios proporcionadas por la dirección de la entidad. Como parte de este análisis, Fitch solicitará y revisará cualquier informe o estudio llevado a cabo por un tercero experto en nombre de la entidad o de los prestamistas. Esos estudios, junto con el historial de las tendencias de precio y volumen, el mercado y proyecciones macroeconómicas y el análisis de pares, cuando se encuentren disponibles y se consideren apropiados, se utilizarán para evaluar la probabilidad de que se combinen el precio y la demanda/uso para lograr los ingresos esperados y tener una opinión sobre la probable volatilidad y escenarios de estrés.

Fitch también puede utilizar proyecciones internas y supuestos (por ejemplo, proyecciones del precio del petróleo y gas, y supuestos macroeconómicos) cuando estén disponibles y sean relevantes.

Los factores de riesgo de demanda y precio identificados como determinantes del ingreso bruto son evaluados bajo un mayor estrés como parte del análisis financiero (consulte la sección "Perfil Financiero"). En términos equiparables, Fitch esperaría que las entidades que se exponen al riesgo de precio y de demanda tengan la capacidad financiera para enfrentar adversidades mayores que aquellas entidades protegidas de dichos riesgos por contrato.

## **Riesgo Operativo**

El riesgo operativo es el riesgo de que la entidad sufra una reducción en la disponibilidad, el rendimiento o la producción, o bien, de que incurra en costos operativos, de mantenimiento o de ciclo de vida más altos que los proyectados. Cualquiera de estos casos puede resultar en una disminución de los flujos de efectivo proyectados o provocar una reducción en la flexibilidad financiera de la entidad, que se verán reflejadas en una presión mayor sobre los márgenes de operación y, potencialmente, un deterioro de la capacidad de la entidad para servir su deuda. Para formar una evaluación global de los riesgos operativos, Fitch toma en cuenta los riesgos relacionados con los costos de operación en general, los riesgos motivados por el suministro de insumos importantes y los riesgos derivados del mantenimiento del capital. Estos riesgos son revisados para evaluar la probabilidad de ocurrencia de eventos y las consecuencias que tendrían en caso de que en efecto se presenten.

Tabla Guía de Atributos – Riesgo Operativo

	Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil
<b>Costos de Operación</b>	<b>Costos completamente traspasados<sup>a</sup></b>		
	Traspaso total de costos a entidades con capacidad financiera fuerte.	Traspaso total de costos a entidades con fortaleza financiera de rango medio.	Traspaso total de costos a entidades con fortaleza financiera más débil.
	<b>O exposición directa a volatilidad de costos</b>		
	Factores determinantes de costos bien identificados y baja volatilidad potencial en los principales rubros.	Factores determinantes de costos bien identificados con volatilidad potencial moderada.	Sensibilidad alta de los flujos de efectivo a los momentos de ejecución de los costos.
	Flexibilidad en momento de ejecución de costos principales (ciclo de vida)/inversión de corto plazo esperada limitada/no intensivo en inversión.	Inversiones sustanciales en el corto plazo/flexibilidad razonable pero limitada con respecto al momento de ejecución de costos principales (ciclo de vida).	Inversiones sustanciales esperadas en el corto plazo con flexibilidad limitada respecto al momento de ejecución de costos principales.
	Capacidad elevada para variar el costo con los cambios en la demanda.	Capacidad para variar el costo marginal con fluctuaciones en la demanda/uso.	Volatilidad de costos de operación y mantenimiento altamente incierta, con potencial de ser significativa (mano de obra/energía/tecnología).
	Los aumentos en el costo de operación y mantenimiento son totalmente recuperables a través de ajustes de ingresos regulares (tarifas/cargos) con una metodología transparente.	Aumentos de costos de operación y mantenimiento inflacionarios sustancialmente recuperables mediante ajustes regulares de ingresos (ajustes de tarifas/cargos) con metodología transparente.	Capacidad severamente limitada para la traspasar crecimiento del costo.
	<b>Más Fuerte</b>	<b>Rango Medio</b>	<b>Más Débil</b>
<b>Administración de Recursos</b>	<b>Riesgo de traspaso completo de precio de suministro y volumen<sup>a</sup></b>		
	Traspaso total del precio de suministro y riesgos de volumen en contrato de largo plazo a una contraparte financieramente fuerte.	Traspaso total del precio de suministro y riesgos de volumen a una contraparte con fortaleza financiera de rango medio.	Traspaso total de los riesgos de suministro a una entidad con fortaleza financiera débil.
	<b>O exposición directa a riesgos de costos de suministros y volumen</b>		
	No hay restricciones de suministro con respecto a mano de obra o recursos (monto, costo y tiempos).	Suministro adecuado de recursos y mano de obra, con volatilidad limitada (monto, costo y tiempos).	Posibles limitaciones en el suministro o de recursos o mano de obra (monto, costo y tiempos).
	Excelente infraestructura de transportación/instalación.	Buena infraestructura de transportación/instalación.	Infraestructura pobre de transportación/instalación.
	Infraestructura de conexión en marcha; existen alternativas.	Infraestructura de conexión en marcha; alternativas limitadas.	Debilidad en la infraestructura de conexión.
	Naturaleza estándar de insumos clave de diversas fuentes.	Concentración significativa de recursos de suministros clave	Fuente de suministro monopolística.
	Suficientes reservas verificadas de forma independiente.	Reservas moderadas con riesgo potencial de reducción	Dependencia en el desarrollo de reservas.
Aumentos de costos de suministro totalmente recuperados a través de ajustes de ingresos regulares (tarifas/cargos) con metodología transparente.	Aumentos de costos de suministro sustancialmente recuperables, con lapsos de tiempo, a través de ajustes de ingresos regulares (tarifas/cargos) utilizando una metodología transparente.	Capacidad limitada o nula para recuperar aumentos de costos de suministro o falta de una metodología transparente para tratar los aumentos de costos de suministro.	

<sup>a</sup> Para entidades con riesgos de traspaso completo de costos/precio de suministro y volumen, la evaluación de los otros factores de riesgos de costo/precio y volumen no son aplicables en general y podrán ser descartados.  
Fuente: Fitch Ratings

Evaluación del Riesgo de Costos de Operación y Ciclo de Vida

Fitch revisa la composición, el momento de ejecución y la volatilidad potencial de los costos de operación. Los costos de operación varían por entidad y sector, pero incluyen generalmente algunos de los siguientes o todos: costos de productos básicos y servicios públicos esenciales, mano de obra, impuestos, seguros, mantenimiento e inversión o ciclo de vida. Las operaciones pueden tener un componente alto de costos variables transmitidos a los ingresos, lo que reduce

el apalancamiento operativo, lo cual es considerado como positivo. La exposición de la entidad a costos de operación no previstos es revisada y considerada en el contexto del análisis de flujo de efectivo.

La mitigación de los costos a través de la transferencia del riesgo a subcontratistas fuertes o contratos con proveedores ajustados a la inflación, contratos de costo más utilidad y similares es considerada en la calificación en la medida en que la solidez financiera de la contraparte sea acorde a la calificación de la deuda. Consulte la sección “Perfil Financiero”.

Asimismo, cuando estén disponibles, Fitch revisará los informes de terceros, incluidos los reportes de ingeniería, preparados para la administración en el desarrollo de los planes de mejora y mantenimiento del capital para su operación, planta y equipo. Fitch revisará los planes de operación y las revisiones de dichos planes por parte de terceros, en la medida en que estén disponibles, y considerará el historial de operación y los perfiles de los costos de operación de los pares que resulten relevantes al formar los supuestos para el análisis financiero.

En algunos sectores, pueden estar presentes riesgos técnicos que afectan los costos de operación y que se centran en el mantenimiento y desempeño dentro de los costos proyectados. Este riesgo varía de manera significativa según el sector y es específico para cada entidad. En algunos sectores, surgen riesgos tecnológicos en el desarrollo e implementación de la tecnología de la información que se requiere para proporcionar, cobrar y recaudar de manera eficiente por los servicios o para adquirir el equipo tecnológicamente avanzado necesario para brindar el servicio esencial. Un ejemplo son las inversiones que hacen los proveedores de servicios de atención médica en tecnología de la información, así como en equipo complejo y sistemas utilizados en diagnóstico o cuidados clínicos. Por otra parte, los riesgos tecnológicos podrían estar presentes en sistemas y componentes complejos utilizados para producir o entregar productos como el agua y la energía. Cuando el proceso técnico es convencional y probado, el riesgo no es tan grande o es más fácil cuantificarlo si se toman en cuenta experiencias pasadas. Incluso tecnologías con fiabilidad comprobada dependen de su mantenimiento y de cumplir con ciertos estándares de renovación. Las entidades que cuentan con personal cualificado, presupuestos adecuados, piezas y consumibles de fácil disponibilidad y, si procede, asistencia del fabricante se evaluarían como más fuerte en relación con este atributo. Fuentes alternativas de bienes y servicios se consideran como una característica positiva en la mitigación del costo y la volatilidad.

La evaluación del riesgo de costos operativos, la estabilidad relativa o la volatilidad, y la capacidad para recuperar costos dentro del marco de ingresos se tendrán en cuenta en el contexto del análisis del flujo de caja. Ver la sección “Perfil Financiero”.

### **Evaluación del Riesgo de Administración de Recursos**

Las entidades pueden necesitar recursos, incluida mano de obra especializada, o productos, tales como materias primas importantes o equipo especializado, para ofrecer servicios o productos. Fitch evalúa el riesgo de disponibilidad limitada o costos más altos asociados con dichos recursos o productos y el impacto potencial en la flexibilidad financiera de una entidad.

Cuando el riesgo de recursos es alto y los mercados se caracterizan por falta de liquidez, Fitch puede asumir una tasa de crecimiento del gasto mayor que la registrada históricamente para un recurso clave. El marco de ingresos de la entidad puede actuar como un mitigante de la volatilidad de los costos asociada a insumos clave. Cuando el marco de ingresos proporciona flexibilidad para recuperar los costos de insumos, la capacidad para hacerlo puede verse limitada si los aumentos en los costos del insumo pudiesen provocar que el producto de la entidad se torne poco económico y cause una demanda o uso reducidos. (Consulte la sección “Legitimidad de los Ingresos”). Los riesgos de costos y disponibilidad de recursos también pueden ser manejados mediante la fijación de los costos de recursos clave a través de un contrato. Los contratos de trabajo pueden ser una fuente de estabilidad o volatilidad según el entorno. Se considerará en el análisis una evaluación cualitativa sobre cualquier presión en los costos laborales en el contexto de la renovación de los contratos de trabajo.

Para un servicio público, la fijación de costos de insumos de productos básicos clave (por ejemplo, electricidad, agua, gas o petróleo) a través de contratos de suministro, para fijar el volumen y/o precio al cual el recurso o producto es suministrado, es una forma efectiva de

mitigación del riesgo asociado a la volatilidad en el costo en lo que respecta a la calidad crediticia de la contraparte. Ver la sección “Riesgo de Contraparte”.

La calidad crediticia de los “proveedores”, independientemente de que los suministros se contraten a largo plazo o no, se considera cuando existe una dependencia del proveedor. Si no existe ninguna dependencia, la calidad del crédito del contratista no es una limitación en una calificación. Una entidad no será considerada dependiente de un proveedor cuando haya alternativas de respaldo disponibles. Sin embargo, cuando el suministro de reserva es importante, también hay una pregunta analítica en torno al riesgo de precios que puede existir si se ha utilizado un proveedor de respaldo. Esto puede evaluarse a través de estreses considerando la volatilidad de los precios, así como el análisis de punto de equilibrio, que evalúa la resistencia bajo niveles de precios históricamente altos. Vea la sección “Perfil Financiero”. Cuando es relevante, Fitch también examina la disponibilidad de rutas de suministro alternativas confiables.

## **Evaluación de la Planeación y Administración del Capital**

### ***Restricciones de Capacidad y Recuperación de Costos***

La revisión que hace Fitch de la planeación y la administración del capital se centra en las restricciones y limitaciones actuales de la capacidad, los supuestos que subyacen a las proyecciones y el proceso de presupuesto del capital. Además, se revisan las fuentes de financiación, que pueden incluir una combinación de ingresos por deudas, efectivo disponible, regalos, apropiación gubernamental y otras fuentes, para determinar la racionalidad de las suposiciones del escenario base de Fitch o de estrés/calificación. Ver la sección “Perfil Financiero”.

Fitch evalúa la viabilidad de una inversión significativa en la capacidad de la planta física mediante la revisión del plan de infraestructura maestro (PIM) del prestatario o el plan de mejora de capital (PMC). Los planes dinámicos permiten examinar las necesidades de las instalaciones en varios tramos de tiempo y especificar las fuentes de financiamiento y son considerados de mayor credibilidad en el proceso de calificación. En general, un PIM modular permite a una organización la flexibilidad para modificar sus planes de inversión de capital en caso de que el negocio o las condiciones del mercado resulten desfavorables.

Fitch evaluará la medida en que los costos de renovación de infraestructura pueden ser recuperados a medida que se presentan o con ajustes automáticos periódicos de ingresos como es el caso de ciertos marcos regulatorios. En muchos casos, la renovación de infraestructura será financiada inicialmente mediante endeudamiento. La deuda adicional en sí misma no es un aspecto crediticio negativo en el análisis de renovación de infraestructura. El impacto de la expectativa de deuda adicional para financiar la renovación de infraestructura puede ser considerado en la calificación a través de la evaluación del perfil financiero proyectado, incluida la incertidumbre de los términos de la deuda en el futuro para financiar la inversión.

### ***Evaluación de los Riesgos de Ejecución del Plan de Capital***

Las entidades pueden utilizar un contrato de ingeniería, adquisiciones y construcción (IAC, en inglés *engineering, procurement and construction contract*) como una forma razonable para mitigar los riesgos de retraso, rendimiento de la planta y sobrecosto. Sin embargo, es común para una entidad asumir el papel de gerente general de la construcción en proyectos de mejora. Los operadores de grandes sistemas existentes tienden a usar con menos frecuencia los contratos de IAC de llave en mano y precios fijos, prefiriendo manejar ellos mismos el tiempo, la terminación y los riesgos de costo. En estos casos, Fitch revisará con la administración la mejora de capital y la planeación de la construcción para evaluar el riesgo que los sobrecostos y retrasos podrían implicar en el perfil financiero de la entidad. La capacidad de la entidad para seguir obteniendo ingresos y absorber costos sobre presupuesto, incluso por razones de retraso en la terminación, será un punto focal.

Fitch considerará la trayectoria de la administración en estos proyectos de construcción y su capacidad para manejar estos riesgos y los costos resultantes en el perfil financiero actual de la entidad. La presencia de un departamento de dirección de servicios de mantenimiento, con un historial de entrega de proyectos de capital en tiempo y dentro de los rangos del presupuesto, es un factor sustancial de mitigación respecto a la exposición del contratista y se considera como

un atributo más fuerte, como lo es un programa de capital por fases que puede ser modificado para reflejar cambios en las necesidades o la demanda.

### Planeación y Administración del Capital

Neutral para la Evaluación del Riesgo Operativo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mecanismos adecuados o fuertes para la planeación y financiamiento del capital.</li> <li>Historia demostrada de administración efectiva en general.</li> <li>Vencimiento de deuda significativamente dentro de la vida económica esperada.</li> <li>Tecnología ya establecida pero actual o vigente.</li> <li>Las inversiones se benefician de una evaluación de ingeniería documentada y se alinean de modo razonable con el plan.</li> </ul>
Negativo para la Evaluación del Riesgo Operativo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mecanismos débiles de planeación, historial de mantenimiento diferido y sobrecostos.</li> <li>Tecnología nueva o compleja considerada como un mayor riesgo en el aumento de costos durante el proceso de desarrollo, diseño y construcción.</li> <li>Vida económica que casi coincide con el vencimiento de la deuda.</li> <li>Tecnología competidora emergente; por ejemplo, costo bajo o de sustitución.</li> </ul>

Fuente: Fitch Ratings.

## Perfil Financiero

### Análisis de Escenarios de Fitch

Después de evaluar el perfil de ingresos y de riesgo operativo, estas características se combinan con un enfoque más cuantitativo para determinar la flexibilidad financiera y de operación de la entidad, a través de una gama de estreses diseñados para evaluar su capacidad de pago de deuda y otras obligaciones, incluidas obligaciones de pensiones. Este análisis conectará la fortaleza relativa del modelo de negocio de una entidad con su perfil de apalancamiento y perfil de liquidez. La calidad crediticia de las contrapartes tanto de operación como financieras, en el contexto de sus obligaciones, también se incorpora en la calificación o en la evaluación del PCI. El análisis de pares se utilizará siempre que sea apropiado y si las calificaciones/los PCI para un grupo de pares relevante, con perfiles similares de riesgo operativo y legitimidad de los ingresos, pueden ser compiladas.

Fitch evaluará un escenario de flujo de caja que sirva como caso esperado de la agencia en el entorno macroeconómico actual. Este caso sirve como escenario para el caso base de Fitch (el caso base) y como punto de partida del análisis de sensibilidad. El escenario de estrés de Fitch (el caso de calificación) incorporará una combinación de tensiones de ingresos, costos o riesgos financieros como se describe a continuación. Estas tensiones se forman normalmente con base en eventos históricos, análisis de pares y expectativas de Fitch para el futuro. Pueden incorporar un escenario particular de eventos a los que la entidad es particularmente vulnerable, como la pérdida de una contraparte clave, el riesgo de suministro o los riesgos de moneda, tasa de interés o de refinanciamiento.

El escenario de estrés/calificación de Fitch evalúa el desempeño financiero de la entidad en un marco de visión al futuro y a través del ciclo, en lugar de en un punto único en el tiempo. Se consideran la evolución del perfil, su punto bajo y su promedio a través del ciclo. El escenario de estrés/calificación de Fitch revelará niveles y cambios en métricas clave de funcionamiento, apalancamiento y liquidez, contrastadas con el escenario base, que se consideran coherentes con el nivel de calificación a través de ese estrés y en la siguiente recuperación. Como sensibilidad adicional, los analistas pueden también utilizar los flujos de efectivo para probar un escenario de punto de equilibrio que determine el nivel máximo de estrés que puede ser aplicado a una variable sin un incumplimiento en un instrumento calificado.

La elección del escenario de flujo de efectivo utilizado en el escenario de calificación/estrés es un determinante clave cuantitativo y cualitativo de la calificación y suele ser un punto central de discusión en los comités de calificación.

En el caso de un crédito que solo está calificado utilizando la metodología maestra, Fitch determinará el escenario base de estrés/calificación, además de las sensibilidades sobre una base que busque consistencia y comparabilidad con entidades que tengan perfiles de legitimidad de los ingresos y de riesgo operativo similares en otros sectores y jurisdicciones.

## Establecimiento del Escenario Base de Fitch

El desarrollo del escenario base de Fitch comienza con la evaluación de Fitch del desempeño histórico reciente de una entidad, basada en una revisión de sus estados financieros auditados y cualquier información financiera no auditada (generalmente estados financieros provisionales) que abarque un período de al menos tres años. Los resultados financieros proyectados tanto históricos como los de la administración son considerados. Fitch incorporará como indicador de desempeño financiero futuro la trayectoria reciente de la entidad, su equipo administrativo y su mercado.

Fitch considerará escenarios generados por la entidad en su proceso analítico cuando esta los presente. Sin embargo, el escenario base incorpora la evolución esperada por Fitch de los ingresos, los costos y los gastos de capital planificados de una entidad en consonancia con las expectativas de la agencia (incluidos sus supuestos macroeconómicos). Se incorporarán los supuestos analíticos de la calificadora que son específicos para el desempeño operativo de la entidad. Ciertos riesgos clave de ingresos o costos pueden contar con cobertura, ya sea contractualmente o a través de posiciones naturales, que se incorporarán en el escenario base. Fitch considera la eficacia de tales acuerdos; cualquier riesgo restante proveniente de coberturas imperfectas (riesgo base) o posiciones desprotegidas residuales puede ser objeto del análisis de sensibilidad incorporado en el escenario de calificación/estrés.

Cuando los pronósticos de la entidad sugieran una trayectoria del rendimiento futuro distinta a los resultados históricos debido a una significativa expansión de capital, una nueva adquisición o el desarrollo de un servicio nuevo o existente, Fitch evaluará la información proporcionada por la entidad que respalde dichos supuestos. Es poco probable que los pronósticos que se basan en un crecimiento agresivo del volumen, la captura de la participación de mercado, incrementos de tasas o reducciones de gastos se vean reflejados en el escenario base. Fitch puede solicitar un análisis de sensibilidad al proveedor que haga hincapié en los principales supuestos de proyección para medir el riesgo asociado al plan de negocio y trasladar dichos riesgos al caso base de Fitch o al escenario de estrés/calificación.

## Establecimiento del Escenario de Estrés de Fitch (Escenario de Calificación)

El escenario de estrés de Fitch se desarrollará a través de la aplicación de estrés a variables importantes en el caso base. Los estreses de ingreso, costo y riesgos financieros que serán incorporados en el escenario de estrés/calificación se describen con mayor detalle a continuación en las secciones “Estrés de Ingreso y Costo” y “Estreses del Riesgo Financiero”.

La magnitud de los estreses aplicados será determinada tomando en cuenta la evaluación de la volatilidad reflejada en las evaluaciones cualitativas de los factores clave de riesgo, datos históricos, informes de terceros expertos y metodologías de sector, cuando corresponda. El escenario de estrés/calificación de Fitch indicará el efecto de una tensión inmediata seguida de la recuperación esperada durante el intervalo del escenario. Fitch no tiene en cuenta el punto bajo, sino la evolución del perfil financiero que puede esperarse razonablemente, la cual incluirá a menudo una recuperación en el entorno económico.

## Sensibilidad Adicional para Evaluar un Posible Cambio Estructural

Fitch puede considerar llevar a cabo un análisis de sensibilidad adicional más allá de los escenarios de estrés/calificación cuando sea necesario, con el fin de evaluar posibles cambios estructurales que pudiesen afectar a la entidad, si los hubiere. Estas sensibilidades adicionales pueden utilizarse para evaluar si ese cambio estructural daría lugar a un cambio en el perfil financiero de tal magnitud que indique un riesgo elevado de transición en su perfil financiero, en comparación con entidades con perfiles similares, lo cual debe reflejarse en la calificación. Por ejemplo, una sensibilidad podría, cuando sea relevante como un riesgo importante, estresar los cambios en la demanda de clientes clave cuando existe una concentración que se caracteriza como de rango medio o débil en la evaluación de la legitimidad de los ingresos. Si la demanda subyacente de un determinado producto o servicio de una entidad ha cambiado de forma perdurable y refleja una tendencia de largo plazo, que se espera que provoque un cambio permanente en el rendimiento al alza o a la baja en comparación con expectativas previas, esto se incorporará en los escenarios base y de estrés/calificación de Fitch.

## Escenario Base de Fitch que Indica un Grado de Calificación Especulativo Más Bajo

Para una entidad con un escenario base que indique un perfil financiero ‘Débil’ y un resultado analítico sugeridos de ‘B’ o menor (ver “Tabla de Posicionamiento de Calificaciones”), el análisis del escenario base por sí solo puede ser suficiente para evaluar el riesgo de incumplimiento y la transición de la deuda. Por definición, la calificación sugiere que dicha entidad tendrá poca capacidad para sobrellevar condiciones económicas adversas. Dado el número limitado de incumplimientos de pago en el sector de finanzas públicas, las métricas son menos útiles para escalar las calificaciones de B a C. Se realizará una evaluación cualitativa sobre el nivel de riesgo de incumplimiento y la magnitud de cualquier margen de seguridad restante indicado por el perfil de riesgo financiero y operativo general de la entidad. En este sentido, las definiciones de calificación asociadas con las categorías de calificación de B a C sirven de orientación. Consulte [Ratings Definitions](#) (Definiciones de Calificación). Además, se debe tener en cuenta la existencia de un incumplimiento de los compromisos contractuales para posicionar las calificaciones de dichos créditos. Consulte “Tratamiento de las Obligaciones; Consecuencias del Incumplimiento de las Obligaciones”

## Estrés de Ingreso y Costo

Cuando una entidad tiene un riesgo de demanda mitigado por fuentes de ingresos contractuales, como una planta de energía con producción totalmente completamente contratada, el escenario de calificación/estrés de Fitch se centrará en estreses en la eficiencia de la producción y los costos de operación y capital, si los hubiere, que no son recuperables a partir de los ingresos contratados.

En el caso de las entidades que están expuestas al riesgo de demanda, el escenario de calificación/estrés de Fitch reflejará el enfoque de Fitch de las calificaciones a través del ciclo y evaluará la demanda y el estrés de ingresos consecuentes que una entidad puede esperar experimentar en una crisis económica de intensidad y duración razonables en el país correspondiente. Cuando la metodología de sector incorpora una herramienta o modelo de sensibilidad de demanda o de ingresos, el análisis de flujo de efectivo incorporará los cambios en la demanda y, por consiguiente, en los ingresos derivados de dicha herramienta o modelo. Cuando no se cuente con ninguna herramienta o modelo, el analista puede utilizar datos históricos mediante la observación de los cambios de máximo a mínimo en los ingresos o la demanda en uno o más ciclos que afecten a la entidad. Por ejemplo, los pagos de derechos vinculados a los precios de las materias primas o a la producción se pueden evaluar generalmente para establecer vínculos a cambios en el producto interno bruto de forma similar a la evaluación de la volatilidad de los ingresos fiscales. Cuando una entidad depende significativamente de los ingresos fiscales para complementar el desempeño operativo, la volatilidad de ese flujo de ingresos será considerada de forma consistente con enfoques bajo la metodología “U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Finanzas Públicas de Estados Unidos Respaldadas por Ingresos Fiscales”) o la “Metodología Global de Calificación de Gobiernos Locales o Regionales Fuera de los EE. UU.”.

Cuando los ingresos de beneficencia son una fuente de ingreso importante, el desempeño histórico y la perspectiva de Fitch sobre los rendimientos de inversión esperados en el largo plazo se reflejarán en general en el escenario base de Fitch. Para las entidades de EE. UU. que se califican según la “Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público”, los supuestos aplicados para considerar los rendimientos de las carteras de fondos de pensiones o de las carteras de inversión conforme se incorporaron en el modelo “Portfolio Analysis Model” (PAM; en español “Modelo de Análisis de Portafolio”) se puede usar para las carteras de inversión de entidades sin fines de lucro. Para más información, por favor, consulte el Apéndice C de este reporte. Fuera de EE. UU., los rendimientos históricos de una entidad y la tendencia de dichos rendimientos serán considerados al desarrollar el escenario de estrés/calificación.

Los estreses de operación se incorporarán en el análisis conforme a la evaluación de aquellos factores de riesgo que se describen en la sección “Riesgo Operativo”.

## Estreses del Riesgo Financiero

Los estreses de riesgo financiero son considerados de manera similar a los estreses de ingresos y costos; algunos pueden aplicar solo a instrumentos de deuda individuales calificados. Los estreses financieros comunes tales como la inflación, las tasas de interés y divisas pueden ser

cubiertos o parcialmente cubiertos. Los estreses sobre las tasas de interés y sobre la moneda serán del país específico y reflejan patrones históricos de volatilidad.

Los estreses sobre la tasa de interés de deuda con tasa de interés variable, por ejemplo, en el análisis de flujo de efectivo, se basarán en patrones históricos en el mercado de deuda pertinente. El estrés se aplicará en el sentido que esté afectando negativamente los flujos de efectivo del instrumento calificado. Se considerarán debidamente los efectos de un posible aumento correspondiente de la inflación. En el caso de entidades cuyos flujos de efectivo se relacionan con la inflación, el estrés resultante puede expresarse en un aumento en las tasas de interés reales en lugar de las tasas nominales.

Para los riesgos de refinanciamiento, Fitch evaluará el impacto de costos de capital mayores al momento de refinanciar, dependiendo del tiempo a la fecha de refinanciamiento, el historial del acceso al mercado de la entidad y el patrón asociado con entidades en situaciones similares. Los estreses reflejarán un cambio en el nivel de curvas de tasa de interés ascendentes en el mercado pertinente y oscilarán entre 200 y 400 puntos base, con un nivel de estrés en aumento a medida que la fecha de refinanciamiento es más distante. El rango puede variar en mercados con niveles de volatilidad más altos en las tasas de interés.

### Métricas

Los resultados de los escenarios de flujo de efectivo se resumen por lo general en varias métricas, a menudo en razones y se utilizan de forma combinada. Las métricas pretenden proporcionar medidas sobre el perfil de apalancamiento y el perfil de liquidez de una entidad sobre una base prospectiva y a través del ciclo. Las métricas son utilizadas de manera selectiva según sea apropiado para el sector o la estructura de la transacción. Las métricas asociadas con una categoría de calificación determinada pueden variar ampliamente entre entidades dentro de un sector, según la evaluación del perfil de riesgo general de la entidad y la volatilidad potencial de sus flujos de efectivo.

Una calificación incluye análisis tanto cualitativo como cuantitativo. Las métricas financieras más fuerte o más débil serán consideradas en el contexto del análisis cualitativo de factores clave de riesgo y evaluaciones de riesgo adicionales descritas en la metodología maestra. Cualquier metodología de sector específico incluirá rangos típicos para el sector correspondiente.

Las métricas que se utilizan comúnmente se definen en el Apéndice A.

### Evaluación del Perfil de Apalancamiento

La evaluación del perfil de apalancamiento analiza el apalancamiento financiero futuro esperado de la entidad, considerando tanto elementos a través del ciclo como expectativas prospectivas, en lugar de una evaluación de un punto en el tiempo. Se consideran la evolución del perfil, su punto bajo y promedio a través del ciclo. Dado que las entidades de finanzas públicas pueden no contar con depósitos de capital social, la medida del apalancamiento financiero considera el monto de la deuda relativo a la generación de flujo de efectivo o a las inversiones o efectivo sin restricciones. Algunas entidades tendrán grandes saldos de efectivo y portafolios de inversión que representan ganancias acumuladas y no distribuidas en el tiempo. Generalmente, en el caso de las entidades del sector público, existen restricciones de distribución de ganancias en exceso y dichos fondos solo pueden utilizarse para propósitos específicos, como subsidiar operaciones futuras o financiar el desarrollo del capital de la entidad. En la medida en que tales restricciones existan, los saldos de efectivo se compensarán contra la deuda bruta de la entidad al considerar su perfil de apalancamiento para calcular la deuda neta.

La métrica clave considerada al evaluar el apalancamiento será la deuda más otras obligaciones netas de efectivo disponibles para el servicio de deuda a efectivo disponible para el pago del servicio de deuda (deuda ajustada neta a FEDSD/EBITDA). Las metodologías de sector específico pueden incluir medidas adicionales o alternativas de apalancamiento financiero. Por ejemplo, las alternativas pueden incluir el indicador de efectivo a deuda y otros pasivos en sectores sin fines de lucro en los que el apalancamiento negativo es una característica común, o bien, la razón de ingresos brutos a deuda cuando un marco normativo proporciona un gravamen bruto sobre los ingresos de una entidad que no está sujeta a bancarrota/quiebra u otros procedimientos de insolvencia mientras la deuda está calificada.

### **Pasivo por Pensiones sin Financiación**

Fitch revisa los fondos de pensiones de beneficios definidos como parte de su análisis de la deuda y de las obligaciones de largo plazo, lo cual incluye evaluar el estatus actual (abierto, cerrado o mixto), el nivel financiado, la tasa de descuento y las contribuciones proyectadas en el corto plazo. Fitch calcula una cifra de deuda ajustada, incluida la obligación de pensiones no financiada, al evaluar el perfil de apalancamiento de una entidad. Fitch reconoce que las obligaciones de pensiones (en comparación con la deuda en bonos) son pasivos contingentes que pueden ser influidas de manera significativa por diversos supuestos actuariales, contables, de inversión y otros. Los supuestos utilizados en el cálculo de la parte no financiada se derivarán de los estados contables proporcionados por la entidad. En EE. UU., los supuestos de Fitch, incluidos los de rendimiento de inversión, utilizados en el cálculo de la parte no financiada de entidades que dependen de la Junta Gubernamental de Normas Contables (GASB, por Governmental Accounting Standards Board), se obtendrán de la metodología "U.S. Public Finance Tax-Supported Rating Criteria" ("Metodología de Calificación de Finanzas Públicas de Estados Unidos Respaldadas por Ingresos Fiscales") para pensiones gubernamentales y de acuerdo con las prácticas de presentación de informes del Consejo de Normas de Contabilidad Financiera (FASB, por Financial Accounting Standards Board), según se observa en la metodología específica del sector para las entidades que dependen del FASB.

### **Arrendamiento Operativo**

Los pagos realizados bajo arrendamientos financieros de operación se consideran actualmente como gastos de operación. Sin embargo, Fitch considera que ciertos arrendamientos financieros de operación que son de largo plazo por naturaleza funcionan más como arrendamientos de capital o deuda y, por lo tanto, se analizarán e incluirán en las métricas de carga de la deuda ajustada (consulte el Apéndice A). Fitch aplicará este mismo enfoque a los contratos de compra en firme de largo plazo de insumos clave, tales como contratos de energía a largo plazo para una compañía de energía minorista o contratos de suministro de agua a largo plazo para sistemas de agua minoristas.

### **Valor de los Derivados**

La valoración de mercado bajo derivados o contratos que requieren garantía, por lo general, no se agrega a la deuda para medir el apalancamiento, ya que los valores están sujetos a fluctuaciones más frecuentes. Riesgos relacionados se consideran como factores de riesgo asimétrico (ver "Derivados y Obligaciones Contingentes"); el análisis de escenario de Fitch y la evaluación del perfil financiero incorporarán también los efectos de los contratos de derivados en el flujo de efectivo y pasivos cuando sea relevante.

### **Evaluación del Perfil de Liquidez**

La evaluación del perfil de liquidez analiza los recursos disponibles a los que una entidad tiene acceso y que impulsan su capacidad para absorber cambios en sus ingresos netos resultantes de la disminución de la demanda o el aumento de sus costos. Fitch no escala el perfil de liquidez de una entidad, sino que lo trata como un factor asimétrico. Cuando se considera que la liquidez es más débil, la evaluación del perfil financiero y calificación/PCI de la entidad pueden ser inferiores a lo sugeridos por la Tabla de Posicionamiento de Calificaciones, generalmente en hasta una categoría, de forma que refleje una vulnerabilidad relativamente superior al promedio de estrés por liquidez respecto a sus pares con perfiles de riesgo de negocios y de apalancamiento similares. La calificación/el PCI también pueden estar escalonados más abajo dentro de la categoría en casos en que la liquidez es más débil pero no garantiza una evaluación de perfil financiero menor.

### **Fuentes de Liquidez**

El primer recurso de liquidez disponible para la mayoría de las entidades es el margen resultante sobre los costos de operación antes y después del servicio de la deuda, que actúa como un amortiguador de las circunstancias cambiantes. Otras fuentes son el efectivo disponible y las inversiones en reservas, además de líneas de liquidez comprometidas de instituciones financieras. El efectivo disponible implica saldos de efectivo disponibles para pagar las obligaciones de servicio de deuda, reservas asignadas generalmente para el servicio de la deuda más efectivo no restringido e inversiones. Algunas entidades también pueden tener cuentas de

cobertura utilizadas para proporcionar liquidez y estabilizar las tasas durante períodos de volatilidad breves, las cuales constituyen un amortiguador de liquidez.

### **Líneas de Liquidez Disponibles para Capital de Trabajo**

El límite disponible bajo una línea bancaria se considera como capital de trabajo si la instalación seguiría estando disponible si la entidad recibiera una calificación que estuviera una categoría completa por debajo de su calificación actual y si es proporcionada por una institución financiera con grado de inversión o una institución financiera con calificación más baja, si la calificación es equivalente a la calificación de la entidad. Cuando la información necesaria no se encuentre disponible, la liquidez será evaluada sin crédito explícito a líneas de capital de trabajo.

Las metodologías de sector pueden utilizar una o más combinaciones de estas métricas para evaluar la liquidez y medir el perfil de liquidez. Cuando ninguna metodología de sector aplique directamente, el amortiguador financiero descrito en el apéndice será utilizado para evaluar el perfil de liquidez de una entidad.

### **Evaluación del Perfil de Liquidez:**

---

**Neutral para la Evaluación:** El amortiguador<sup>a</sup> de liquidez es superior a 0.33x.

---

**Más Débil:** El amortiguador de liquidez es inferior a 0.33x.

---

<sup>a</sup> Ver apéndice para detalles sobre el cálculo.

Fuente: Fitch Ratings.

---

### **Otras Consideraciones sobre la Liquidez**

En los sectores en los que los perfiles de legitimidad de los ingresos o riesgo operativo son evaluados como débiles, Fitch puede determinar por lo general que el amortiguador de liquidez necesario para una evaluación neutral debe ser más alto. Esta es una evaluación cualitativa que toma en cuenta evaluaciones de la volatilidad de ingresos y costos y los resultados del análisis de los escenarios.

### **Guía de Calificación: Aplicación del Juicio Analítico para Alinear Factores Clave de Riesgo, Perfil Financiero y Calificaciones**

Los resultados del escenario de estrés/calificación de Fitch se utilizarán para analizar el impacto del cambio en las métricas clave de liquidez y apalancamiento. Estas crean juntas un perfil financiero en una base prospectiva y a través del ciclo, que es alineado a la evaluación de factores clave de calificación para obtener un nivel de calificación indicativo. La tabla de posicionamiento de calificaciones a continuación proporciona orientación sobre el resultado analítico y alinea la evaluación de perfil de riesgo global de la entidad (a través de evaluaciones de ingresos y riesgos de operación) con su perfil financiero (apalancamiento). Sin embargo, la evaluación y la importancia de los factores clave de calificación son específicas para el crédito individual que esté siendo considerado. No hay ninguna fórmula estándar que vincule de manera mecánica estas evaluaciones a una calificación final.

La tabla de posicionamiento de calificaciones es el punto de partida al evaluar la calificación final (IDR o PCI). Por ejemplo, las calificaciones/los PCI pueden ser más altas o más bajas de lo sugerido en la tabla según sea el juicio analítico con respecto a la presencia o no de factores que sugieran un riesgo de transición más alto o más bajo en el perfil financiero de la entidad que el que indica la calificación derivada de la tabla.

Estos factores pueden ser específicos por entidad o podrían ser comunes en un sector completo en un país en particular y podrían incluir, por ejemplo, mecanismos de soporte de liquidez establecidos por el Estado, una franquicia inusualmente pequeña o amplia, una presencia geográfica inusualmente limitada o extensa (multijurisdiccional), el perfil de inversiones de una entidad y su posición dentro del ciclo de vida del capital o la mayor ponderación de la estabilidad del ingreso cuando una entidad tiene poca o ninguna competencia y discreción total sobre la fijación de precios. La existencia de un incumplimiento de una obligación puede afectar también la calificación final asignada. Consulte la sección "Tratamiento de las Obligaciones; Consecuencias del Incumplimiento de las Obligaciones".

Además, la tabla de posicionamiento refleja la evaluación indicativa del perfil financiero de una entidad asumiendo un perfil de liquidez neutral y su resultado analítico sugerido se basa en que

una entidad no tenga otros riesgos asimétricos añadidos luego de la evaluación de tales factores, como se discute abajo. Finalmente, la tabla de posicionamiento de calificaciones puede aplicarse en casos en que no hay metodologías relevantes de sector específico o en que metodologías relacionadas con el sector no provean una matriz más específica de posicionamiento de calificaciones.

### Tabla de Posicionamiento de Calificaciones

Evaluación de Legitimidad de los Ingresos <sup>a</sup>	Evaluación del Riesgo Operativo	Apalancamiento (x) (Deuda Neta Ajustada a FEDSD/EBITDA)				
		< 8	8-12	12-15	15-18	>18
Más Fuerte	Más Fuerte/Rango Medio	< 8	8-12	12-15	15-18	>18
Rango Medio	Más Fuerte	< 4	4-8	8-12	12-15	>15
Rango Medio	Rango Medio	< 0	< 4	4-6	6-12	>12
Rango Medio	Más Débil	< 0	< 2	2-4	4-6	>6
Más Débil	Rango Medio	—	< 0	0-2	2-4	>4
Más Débil	Más Débil	—	< -3	< 0	0-2	>2
Evaluación Sugerida del Perfil Financiero		Más Fuerte	Más Fuerte	Rango Medio	Más Débil	Más Débil
Resultado Analítico sugerido		AA	A	BBB	BB	B

<sup>a</sup>Correspondencia respecto a los atributos de la metodología del sector: Más Fuerte (aa y a); Rango Medio (bbb); Más Débil (bb y b).  
Fuente: Fitch Ratings.

La calificación AAA no ha sido incorporada en la tabla de posicionamiento en esta metodología maestra, ya que las entidades de bonos de ingresos generalmente tienen franquicias de propósito limitado y una presencia geográfica fija que no es completamente mitigada por una posición de mercado fuerte o incluso monopolística. Una evaluación de una calificación AAA es posible para aquellas entidades que tienen un apalancamiento excepcionalmente bajo y liquidez elevada respaldada por un perfil de ingresos fuerte, o bien, con un respaldo gubernamental excepcionalmente fuerte en forma de garantías de una entidad calificada de manera equivalente o acceso directo a los ingresos fiscales reglamentarios, más allá de lo que se asocia con regímenes típicos de establecimiento de tarifas.

Una entidad evaluada como débil con respecto a la legitimidad de los ingresos y el riesgo operativo puede ser calificada con grado de inversión solo si tiene un apalancamiento insignificante. Es probable que las entidades con estas características y con cualquier apalancamiento positivo o perfil de liquidez débil sean calificadas en una categoría de grado especulativo. Ver sección “Consideraciones sobre el Riesgo Asimétrico Añadido”.

En el caso de entidades con obligaciones financieras pero sin deudas financiadas o de entidades sin deuda neta, la métrica de apalancamiento puede recibir una consideración menor en una calificación. En estos casos, la legitimidad de los ingresos o la evaluación de riesgos operativos de una entidad pueden ser más relevantes al determinar el resultado final de la calificación y podrían resultar en una calificación/PCI menores que lo sugeridos por la tabla de posicionamiento.

Las entidades con una combinación más variada de atributos de riesgo se considerarán al revisar calificaciones. Las entidades con perfiles de liquidez débiles pueden estar limitadas a grado de inversión bajo a pesar de que cuenten con otras fortalezas.

### Otras Consideraciones:

#### Enfoque de Contraparte

El perfil de apalancamiento puede recibir una consideración menor en una calificación cuando la entidad se beneficia de un marco contractual en el que los ingresos y costos están equilibrados, en gran parte a través del traspaso a una o más contrapartes. En dichos casos, las protecciones otorgadas en el marco contractual para mitigar la pérdida de una o más contrapartes serán más relevantes para el resultado de la calificación final. Cuando la entidad está expuesta a una sola contraparte o a la pérdida de la más débil entre un grupo de contrapartes, por lo general, la calificación no será superior a la calificación de la contraparte más débil, a menos que existan características estructurales atenuantes que permitan la

absorción de esa pérdida sin alterar sustancialmente el perfil financiero de una entidad. Ver sección “Riesgo de Contraparte”.

### **Volatilidad en el Perfil Financiero**

Una volatilidad mayor de lo normal en el perfil de apalancamiento de una entidad históricamente o en un escenario a través del ciclo puede sugerir una calificación inferior a la indicada por la tabla de posicionamiento de calificaciones.

## **Análisis de Pares**

El análisis de pares es una herramienta en el proceso de establecer el posicionamiento de escalón (*notch*) específico de la calificación/el PCI en el contexto del resultado analítico sugerido por la tabla de posicionamiento de calificaciones. En los casos en que Fitch tenga información disponible con respecto a entidades pares adecuadas para las cuales haya asignado una calificación (usualmente, en el mismo sector, región y estructura), esta será utilizada para el análisis comparativo de factores de riesgo individuales (tanto cuantitativos como cualitativos) o para establecer una calificación con respecto al grupo de pares.

En los casos en que las metodologías de sector no estén establecidas para una región o para el sector específico, una calificación bajo esta metodología maestra considerará a entidades en sectores y ubicaciones con perfiles de ingresos y de riesgos operativos similares y afectados de manera similar como consecuencia de consideraciones de riesgo asimétricas. Se determinarán las métricas adecuadas de forma que busquen consistencia y comparabilidad con entidades en sectores que tengan perfiles de legitimidad de los ingresos y de riesgo operativo similares. Por ejemplo, una universidad fuera de EE. UU. es evaluada bajo la metodología maestra y el análisis sigue de cerca los elementos relevantes del enfoque adoptado en la metodología para la educación superior en EE. UU. y la metodología para calificar a entidades del sector público. Un hospital fuera de los EE. UU. es evaluado bajo la metodología maestra y el análisis sigue de cerca elementos relevantes del enfoque adoptado al calificar proveedores de atención médica en EE. UU. y la metodología para calificar a entidades del sector público. Un hospital fuera de EE. UU. se evalúa bajo la metodología maestra y el análisis observa de cerca elementos del enfoque adoptado para la calificación de proveedores de la salud en EE. UU. y la metodología para calificar entidades del sector público.

Es probable que el análisis de pares desempeñe una función más importante en los sectores en los que el portafolio de calificaciones está más desarrollado. Fitch podrá usar supuestos de normalización (tales como un calendario de amortización común anualizado) a fin de comparar mejor la deuda calificada con la de entidades pares.

## **Consideraciones sobre el Riesgo Asimétrico Añadido**

La calificación final asignada también tendrá en cuenta ciertos factores de riesgo adicionales que pueden afectar la conclusión de la calificación. Estos factores de riesgo adicionales funcionan de forma asimétrica, ya que en los niveles finales de calificación solo se tienen en cuenta las características por debajo de los estándares, mientras que se espera que los aspectos más positivos para el crédito sean la norma, lo que tendría un impacto neutro en la calificación. Estos factores de riesgo incluyen la estructura de deuda y las obligaciones contingentes, la gestión y gobernanza, asuntos legales y regulatorios, la calidad de la información, el riesgo país y la formalidad del régimen legal. La presencia de riesgos asimétricos respaldaría la conclusión de que una calificación sugerida por la tabla de posicionamiento de las calificaciones tendrá un riesgo más alto de transición del perfil financiero que las entidades calificadas de manera similar pero no expuestas a dichos riesgos.

### **Estructura de la Deuda y Exposición a Obligaciones Contingentes**

Bajo la estructura de la deuda, Fitch considera todas las obligaciones de la entidad, incluida la deuda bancaria y cada instrumento de deuda calificado por separado, tomando en cuenta las características de la deuda, las características estructurales, los derechos de garantía y cualquier apoyo externo. Fitch califica la deuda de ingresos del sector público conforme a sus términos y condiciones, dando crédito a elementos estructurales que proporcionan flexibilidad financiera.

### **Diferencias de Calificación entre Valores Específicos**

Dado que las calificaciones bajo la metodología son calificaciones de incumplimiento y no consideran una recuperación, como regla general, Fitch no distingue calificaciones en la deuda sénior o subordinada de una entidad. Como excepción, las calificaciones de títulos de deuda en tramos individuales se pueden distinguir cuando existe una base en la documentación financiera y el marco legal para fundamentar la conclusión de que un incumplimiento en un tramo júnior de la deuda no resultará en una interrupción de pago de otros tramos sénior, aun en el contexto de los procedimientos de bancarrota. En EE. UU., por ejemplo, las disposiciones de la ley de deuda municipal aplicable, junto con el Capítulo 9 del Código de Bancarrota de EE. UU., pueden fundamentar las distinciones en las calificaciones de incumplimiento en los tramos de la deuda del emisor. Entre los factores que se deben tener en cuenta a la hora de cambiar la categoría se incluyen los siguientes:

- Si hay una diferencia significativa en la probabilidad de incumplimiento de pago entre los tramos sénior y subordinados, tal como lo indica un perfil financiero notablemente diferente (apalancamiento y liquidez a nivel de gravamen); si las diferencias no son significativas, el cambio de categoría no procede.
- Si hay una diferencia temporal en las condiciones de pago o amortización del tramo subordinado que preserve la protección del tramo sénior; en los casos en los que la protección sénior puede erosionarse debido a la amortización de los tramos subordinados bajo la estructura, no es adecuado cambiar la categoría.
- Si el tramo sénior es un gravamen cerrado, o bien, si es un gravamen abierto, si existen expectativas de emisión a nivel sénior que diluyan las diferencias existentes de cobertura en comparación con los tramos subordinadas; un gravamen abierto sugiere un cambio de categoría limitado.
- Si existe un incumplimiento cruzado o mecanismo de aceleración cruzado o un marco legal que resulte automáticamente en la cesación de pagos en todos los tramos después de que inicie el procedimiento de insolvencia; dicha disposición o marco evitaría calificaciones de incumplimiento distintas en tramos de los instrumentos.

Cuando se aplica un cambio de categoría, este suele ser de un nivel por encima de la IDR, pero puede ser de hasta tres en los casos en que la protección para el gravamen sénior es excepcionalmente fuerte; es poco probable que se cambie la categoría de los tramos intermedios, ya que la relevancia de las diferencias en la protección del flujo de efectivo y apalancamiento es menos significativa tanto entre los tramos como respecto a la IDR

### **Características y Términos de la Deuda**

Las características de la deuda de una entidad, como el vencimiento, el monto y la moneda, se obtienen generalmente del contrato de préstamo o de la documentación del bono, incluida la documentación de la oferta. En algunos casos, estas características también podrán obtenerse de la hoja de términos y condiciones, el prospecto o las representaciones de las entidades. La obligación de pagar intereses, incluidos la base de tasa de interés, el margen, las fechas de pago, los períodos de gracia y si el interés debe ser diferido y la obligación de pagar el principal de acuerdo a un programa de amortización, se establecen juntos tomando en cuenta la prioridad de estos pagos. Este análisis se lleva a cabo para cada nivel de deuda de una entidad, incluidos instrumentos de deuda calificados por Fitch. Los riesgos del pago anticipado del principal tras un incumplimiento o ciertos eventos detonantes identificados son considerados al formar una opinión sobre el riesgo de insolvencia de una entidad y el impacto, si lo hubiere, en el riesgo de incumplimiento de cualquier deuda calificada.

Fitch analizará la moneda, la tasa de interés o el riesgo de refinanciamiento cuando afecte a una parte sustancial del perfil de capital de la entidad, utilizando supuestos de estrés en los costos y la liquidez derivados de patrones históricos en el mercado de deuda pertinente. Fitch señalará si los instrumentos de deuda incluyen obligaciones financieras de hacer o no hacer o de otro tipo que puedan provocar una amortización acelerada y la capacidad relativa de la entidad para manejar ese riesgo. Ver la sección "Perfil Financiero".

Usualmente, las entidades expuestas a un riesgo importante de refinanciamiento (deuda que no ha sido totalmente amortizada al vencimiento) se consideran como débiles estructuralmente

---

desde una perspectiva crediticia, dado que están expuestas a incertidumbre mayor con respecto al acceso al mercado y el costo de la deuda en una fecha futura. Las entidades expuestas a tasas de interés variables pueden mitigar dicha exposición en su totalidad o en parte a través de coberturas de tasas de interés. Fitch considera si la porción desprotegida de la exposición, de haberla, o cualquier exposición de refinanciamiento tendrían un impacto sustancial en el perfil financiero de la entidad, considerando supuestos de tasa de interés bajo estrés. Las exposiciones de divisas se consideran de manera similar.

### ***Derivados y Obligaciones Contingentes***

Fitch evaluará la estructura de la deuda para identificar pasivos de otras fuentes, incluidos derivados y líneas de capital de trabajo identificados en los estados financieros auditados y no auditados proporcionados por una entidad. Los swaps son utilizados más comúnmente para brindar cobertura a los costos de intereses, pero también para mitigar los riesgos de divisas, inflación u otros riesgos. Cuando el monto de referencia a ser cubierto es variable o no se cuenta con disponibilidad de una cobertura directa, el desajuste de base, vencimiento o de referencia puede dejar posiciones abiertas o sobrecubiertas. En los casos en que esos riesgos no están cubiertos y tienen una presencia importante, Fitch evaluará el estrés de la tasa de interés y de divisas para analizar el impacto que tendría un cambio significativo en la capacidad de la entidad para cumplir con el servicio de la deuda con costos más altos o ingresos menores.

Las líneas de liquidez normalmente proporcionan protección contra interrupciones en los flujos de efectivo de operación. El capital de trabajo a nivel de la entidad y las líneas de reservas suelen ser independientes del rendimiento a corto plazo y estar disponibles bajo condicionalidad mínima. Estas pueden ser evaluadas como líneas retiradas o no extraídas al considerar el apalancamiento global, cuando se espere que los anticipos ocurran en escenarios de estrés.

Es posible que se solicite a la entidad que constituya garantías bajo los contratos de suministro y de compra del total de la producción para cubrir ingresos de reposición a la contraparte si la instalación experimenta cortes. La fuente de la garantía que se constituya o las cartas de crédito de reposición serán evaluadas para determinar la capacidad de la entidad para desempeñar esta obligación en virtud del contrato pertinente (ver la sección “Perfil Financiero”).

Las políticas de cobertura podrían reducir de forma eficiente la exposición a los riesgos de tasas de interés, pero serán evaluadas dentro del análisis de los riesgos de contraparte (ver la sección “Riesgo de Contraparte”).

## Estructura de la Deuda y Obligaciones Contingentes

Neutral para la Calificación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deuda es totalmente amortizable con niveles de apreciación de capital no considerables o deuda cupón cero; no hay vencimientos únicos.</li> <li>• Se observa cierto uso de vencimientos únicos con deuda sustancial totalmente amortizable en la estructura financiera; los flujos de efectivo del caso de estrés no muestran un saldo o muestran uno muy limitado en los vencimientos únicos nominales; emisor grande con acceso establecido a los mercados y administración activa de diversos vencimientos únicos.</li> <li>• Montos con tasa de interés fija o variable con limitado impacto financiero posible o totalmente cubierto con contraparte calificada en o por encima de la calificación de la entidad.</li> <li>• El diferimiento de intereses en la deuda júnior evita incumplimientos de liquidez.</li> <li>• No hay incumplimiento cruzado o aceleración.</li> <li>• No exposición a divisas o la exposición a divisas está totalmente cubierta con contraparte calificada en o por encima de la calificación de la entidad.</li> <li>• Apreciación del capital o deuda cupón cero en montos limitados.</li> </ul>
Negativo para la Calificación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uso altamente configurado y sustancial de instrumentos de amortización diferidos que distorsionan de forma relevante las métricas financieras de corto plazo.</li> <li>• Uso sustancial de vencimientos únicos y dependencia en el análisis de refinanciamiento, acceso a mercados no demostrado, vencimientos concentrados en el corto a mediano plazo.</li> <li>• Exposición relevante a exposición de tasa variable sin cobertura.</li> <li>• Exposición relevante a riesgo de divisas sin cobertura.</li> <li>• Obligaciones contingentes sustanciales medidas por el valor de mercado de la obligación de derivados o bajo contratos de suministro que requieran la constitución de una garantía por parte del emisor.</li> </ul>

Fuente: Fitch Ratings.

## Gestión y Gobernanza

La calidad de la gobernanza y la gestión es una consideración importante al evaluar el rendimiento potencial de una entidad durante la vida de la deuda. Fitch considera que este atributo es asimétrico. Una gobernanza y una gestión débiles pueden hacer que la calificación sea más baja, si el resto de los aspectos son iguales. En cambio, se supondrá la existencia de una gobernanza y una gestión adecuadas cuando se evalúe el impacto de los escenarios de estrés/calificación y la capacidad de una entidad para hacer frente a esos estreses.

La eficacia de la gobernanza y la gestión es un factor importante al evaluar la solvencia de una organización, ya que las decisiones e iniciativas de la gestión ¿sujetas a la supervisión y a la dirección estratégica del organismo gubernamental, como una junta administrativa o un consejo municipal? pueden determinar en última instancia la viabilidad financiera a largo plazo de la entidad. En general, Fitch centra su comentario en las prácticas de gestión y gobernanza cuando su eficacia influye sustancialmente en la decisión de calificación.

### Gobernanza

Con un nivel de análisis adaptado a las características estructurales del sector, Fitch revisa la eficacia del órgano rector en el establecimiento y la aplicación de las políticas y principios de la organización. La evaluación de Fitch puede implicar desarrollar un entendimiento de la misión y estrategia del órgano rector, su estructura, composición, interacción con la administración y su supervisión, conocimiento de los problemas de la industria y estándares de desempeño.

### Gestión

Fitch también examina el historial de la administración superior en la implementación de las políticas del organismo de gobierno y en la gestión diaria. El análisis de Fitch es cualitativo en naturaleza y, al evaluar escenarios de estrés/calificación del caso de estrés de la agencia, examinará la historia de la administración con respecto al cumplimiento de los objetivos definidos en su plan estratégico y los ajustes realizados históricamente cuando ha enfrentado un entorno operativo cambiante. Fitch considera la explicación de la gestión sobre las desviaciones significativas de sus resultados previstos, esperados o presupuestados, así como la formulación de planes de contingencia.

La eficacia de la gestión también se puede evaluar mediante una revisión de los procesos de planeación. Equipos de liderazgo que poseen un fuerte entendimiento de sus mercados y capacidades articulan con eficacia las metas y objetivos y están organizados para operar conforme a las mejores prácticas de la industria.

### Atributos: Gestión y Gobernanza

Neutral para la Calificación

- Administración y órgano rector tienen experiencia amplia en el sector.
- Equipo de administración es generalmente estable y la junta de directores tiene poca rotación.
- Órgano rector es objetivo y comprometido y no ejerce presión política.
- Hay transparencia y fuerte comunicación entre la administración y el órgano rector.
- En el caso de las entidades afiliadas o de los miembros del grupo, hay esfuerzos coordinados entre los miembros y el órgano rector.
- Políticas y procedimientos están bien desarrollados y documentados.
- Planes de gestión de recursos, proyecciones de la demanda y políticas de gestión reflejan, en general, las condiciones económicas, sistémicas y políticas actuales.

Negativo para la Calificación

- Se observa falta de experiencia y conocimiento de la entidad.
- Presión política es significativa en la municipalidad subyacente o en las áreas de servicio de los miembros, la cual puede deteriorar su perfil financiero.
- Se observa incapacidad recurrente para adoptar oportunamente los presupuestos, debido a la falta de consenso en el órgano rector o la resistencia de las principales partes interesadas.
- Se muestra incapacidad para mantener una comunicación abierta entre la entidad y cualquier órgano rector relevante, que puede traducirse en cambios operativos inesperados.
- Proyecciones y planes de gestión de recursos son débiles o no se cuenta ellos.
- Políticas y procedimientos son limitados o se carece de ambos.
- Incapacidad para proteger adecuadamente de ataques la infraestructura cibernética o de otro tipo.
- Hay denuncias oficiales de corrupción que involucran alguna ley o regulación de reporte financiero.

Fuente: Fitch Ratings.

### Legal y Regulatorio

Formar una opinión sobre la calidad del marco legal o contractual sobre el que se sostienen muchos supuestos es un prerrequisito para el análisis crediticio. Por ejemplo, el marco puede ser puramente contractual o depender de estatutos o códigos de leyes, o de un instrumento legal en particular, o los poderes de una autoridad constitucional o legal. Fitch se forma una opinión sobre la claridad de la legislación o regulación, el alcance de la discreción regulatoria y cualquier efecto que esta pueda tener en el desempeño de las instituciones o en la resolución de controversias. La documentación de financiamiento (y, si procede, cualquier legislación de la cual pueda depender) o documentos de resumen detallados (tales como los materiales de la oferta) son revisados con respecto a elementos comerciales clave y claridad de los contratos, especialmente en relación con la asignación o transferencia de riesgo.

En sectores en que la regulación externa es frecuente y tiene influencia sobre la calidad crediticia, la respuesta proactiva de la organización a desarrollos regulatorios y su participación efectiva en los procesos regulatorios y legislativos es señalada. Fitch combina una revisión sobre el ambiente regulatorio actual y esperado con una evaluación de la capacidad de la organización para mantener operaciones estables ante cambios normativos. Fitch puede revisar respuestas anteriores a mandatos regulatorios, mediante la identificación de efectos financieros y de operación. Fitch también examina el potencial de iniciativas regulatorias futuras y evalúa si la organización, a través de sus sistemas, prácticas y recursos, tendrá la capacidad para manejar el riesgo potencial.

Otras cuestiones, como derechos sobre garantías o restricciones legales sobre la propiedad, se revisarán caso por caso. Fitch se basará en su análisis crediticio, opiniones legales o memorandos legales en la medida en que sean proporcionados por el asesor legal de la transacción, algún precedente legal del cual la calificadora tenga conocimiento, o declaraciones de los reguladores o gobiernos.

Fitch también considera el país de operación (a menudo la ubicación de los bienes del capital) y el país de constitución de la entidad y otras partes claves, junto con la orientación y fiabilidad de sus sistemas jurídicos (ver la sección de “Riesgos Macroeconómicos”).

## Legal y Regulatorio

Neutral para la Calificación	Fuerte precedente para marcos contractual/regulatorio/legal y su operación y efecto. Todos los documentos clave tradicionales y opiniones legales accesibles para revisión cuando sea relevante.
Negativo para la Calificación	El marco contractual, regulatorio y legal depende de una legislación o regulación no probada; opiniones legales débiles o ausentes; contratos no disponibles para inspección; participación menos efectiva en el proceso regulatorio con resultados regulatorios negativos.

Fuente: Fitch Ratings.

## Calidad de la Información

La calidad de la información recibida por Fitch, tanto cuantitativa como cualitativa, puede ser un factor de limitación para las calificaciones. La calidad de la información puede limitar la categoría de calificación a un nivel máximo o, en casos extremos, impedir la asignación de una calificación. La calidad de la información para la calificación inicial y para fines de monitoreo se considera cuando se asigna una calificación por primera vez. Fitch debe tener la seguridad de que habrá datos adecuados disponibles de manera constante para monitorear y mantener una calificación una vez que haya sido asignada. La calidad de la información abarca factores como la oportunidad y frecuencia, la fiabilidad, el nivel de detalle y el alcance.

La información provista a Fitch puede contener informes, proyecciones u opiniones proporcionadas a la entidad o sus agentes por varios expertos. Estos últimos incluyen asesores legales, ingenieros externos, consultores de tráfico, mercado, combustible/recursos o ambientales, asesores de seguros y otros. Las metodologías de sector describirán los informes, proyecciones u opiniones que resulten más relevantes para el análisis de riesgo en el sector relacionado. Cuando estos informes contienen cuestiones de hecho, Fitch tendrá en cuenta la fuente y la confiabilidad. Cuando la información es un pronóstico o una opinión, Fitch espera que estos estén basados en un análisis razonado y apoyado por los hechos.

El estatus del experto y la relevancia de su proyección u opinión también se considerarán al determinar qué valor específico se puede dar a sus proyecciones u opiniones. Factores como la experiencia en la jurisdicción o ubicación, experiencia con la tecnología o tipo de transacción y la cualificación formal o licencia son a menudo relevantes. Al formar su opinión de calificación, Fitch podría dar menos peso a los informes periciales que carecen de claridad o que contengan restricciones extensas o que se llevaron a cabo bajo circunstancias menos relevantes. Tales características podrían llevar a ajustes en el análisis financiero o de operación de Fitch. La calificadora espera que los expertos lleven a cabo sus informes según estándares profesionales. Si es posible, los informes se comparan con reportes similares para resaltar características inusuales u optimistas.

El grado en que Fitch utilice información de expertos dependerá en parte de los aspectos mencionados anteriormente y la relevancia de la información con respecto a los riesgos clave identificados. Cuando sea posible, si la información de expertos no responde a una cuestión relevante, pero se espera que lo haga, Fitch podría solicitar más información o hacer un supuesto apropiado. En los casos en que Fitch determine que los informes no están lo suficientemente fundamentados o que no son completos o confiables, podría elegir no otorgar una calificación.

## Calidad de la Información

Neutral para la Calificación	Datos de la operación actual; actualizaciones regulares; validación de manera independiente; proyecciones respaldadas por importancia o rango de error estadístico; sin historial de errores de información relevantes; flujos de efectivo detallados: recibos y desembolsos; información financiera auditada; cantidad importante de información pública disponible.
Negativo para la Calificación	Sustancialmente basada en supuestos; extrapolada; sujeta a salvedades relevantes; datos a menudo sujetos a retrasos; historial de revisiones o errores; alcance limitado.

Fuente: Fitch Ratings.

## Riesgos Macroeconómicos

### Techo País

El análisis de riesgo país comienza con la calificación soberana de Fitch y el Techo País del país receptor, lo cual refleja el riesgo de incumplimiento respecto de obligaciones soberanas y el riesgo de transferencia y convertibilidad, respectivamente. Si Fitch no califica al país, los analistas soberanos realizan una evaluación de la calidad crediticia del soberano. Estas calificaciones típicamente imponen un límite superior en las calificaciones de una entidad respaldada por ingresos, pero no capturan todo el riesgo país. El apoyo externo o estructuración financiera pueden mitigar el riesgo de transferibilidad y convertibilidad respecto a instrumentos de deuda individuales (ver la sección Estructura de Deuda). Fitch no califica para un cambio en las leyes, regulaciones o impuestos. Sin embargo, el análisis de riesgo considerará algunos de los factores cualitativos e información histórica sobre lo material que pueden ser estos riesgos.

### Confiabilidad del Régimen Jurídico

Adicionalmente a la calificación soberana y al techo país, Fitch analiza el entorno político y regulatorio en el que opera la entidad. Un entorno estable y predecible es evidente ante un gobierno comprometido, el apoyo público y una consistente aplicación de la ley y los reglamentos.

El riesgo político es el riesgo de cambios en las leyes, reglamentos o contratos de concesiones que rigen la operación de la entidad durante el término de la deuda. Puede adoptar la forma de variación unilateral del contrato, medidas reglamentarias específicas, impuestos o derechos de autor excepcionales, cambios forzados en la propiedad o el control, o expropiación directa. Estas interferencias políticas se consideran “riesgo de eventos” o “escenario extremo” y, puesto que no se pueden predecir y cuantificar, no se pueden incluir en el escenario de estrés/calificación de Fitch. Este riesgo, por lo tanto, no está reflejado en la calificación.

Sin embargo, el riesgo de que un regulador modifique algunos términos de la ecuación económica de una entidad dentro de sus facultades y responsabilidades habituales para determinar dichos parámetros (p. ej., tarifas de energía, cargos a usuarios u otros mecanismos de compensación por servicios), se revisa y registra en el análisis a través de otros factores de calificación clave, en particular la legitimidad de los ingresos (en particular, a través de su elemento de precio).

La condición económica general de un país podría no estar directamente reflejada en su calificación soberana o en calificaciones estatales/provinciales, particularmente cuando hay poca deuda y un fuerte flujo de efectivo de la explotación de recursos naturales, aunque por lo general existe una tendencia similar. La infraestructura podría ser débil, la mano de obra calificada escasa, los servicios no confiables y así sucesivamente, todo lo cual podría afectar a la entidad y, por consecuencia, a las calificaciones de deuda.

## Techo País y Régimen Legal

Neutral para la Calificación	Techo país por encima de la calificación intrínseca de la entidad; sistema legal favorable para el acreedor y confiable; historial de imparcialidad y respeto por los contratos; economía estable a largo plazo; régimen regulatorio de apoyo; proyecto de importancia nacional o esencial para el bien público o servicios.
Negativo para la Calificación	Grado especulativo; jurisdicción potencialmente poco confiable o con poca protección de los derechos del acreedora; tendencias intervencionistas; inestabilidad política o económica; retrasos endémicos de permisos; oposición pública; historial de multas o conflictos.

<sup>a</sup> Puede incluir referencia a los informes de mercados emergentes de Fitch o fuentes externas, por ejemplo, el Banco Mundial.  
Fuente: Fitch Ratings.

## Otras Cuestiones

### *Tratamiento de las Obligaciones; Consecuencias del Incumplimiento de las Obligaciones* Cómo Afecta la Presencia de Obligaciones a las Calificaciones

Los documentos de financiamiento pueden dar origen al derecho de los inversionistas a acelerar la deuda de la entidad por condiciones que no estén relacionadas con el desempeño financiero y operativo de esta. Por ejemplo, los documentos financieros pueden incluir un incumplimiento cruzado para la insolvencia de otra entidad o un cambio de control en la entidad, o diversos cambios en la ley. Fitch asume por lo general que los inversionistas actuarán razonablemente al considerar acelerar la deuda cuando dichas obligaciones sean incumplidas. La agencia asume que los inversionistas razonables no elegirían acelerar la deuda cuando el perfil financiero de la entidad no está deteriorado. Por lo tanto, cuando la disposición es a discreción de los inversionistas o requiere que una mayoría de los inversionistas actúe y no esté relacionada con la calidad crediticia de la entidad, la existencia de tal obligación no afectará negativamente por sí misma la calificación.

Los documentos de financiamiento ejecutados por una entidad con respecto a una deuda en particular también pueden incluir requisitos más estrictos de desempeño financiero que los incluidos en la documentación de financiamiento o de bonos. Fitch asume que dichas obligaciones serán ejecutadas de tal manera que presionen a la entidad a refinanciar la deuda afectada. Fitch considera la rigurosidad relativa de las medidas de desempeño financiero en el contexto del perfil financiero de la entidad, ya sea que estas se refieran a un monto de deuda relevante para la entidad que tendría que ser refinanciado y que el incumplimiento de dichas obligaciones desencadenaría el incumplimiento y aceleración de otras deudas de la entidad. Cuando la deuda es considerable o cuando provocaría una aceleración cruzada de un monto de deuda relevante para la entidad, Fitch considerará estas características como negativas para la calificación, de manera similar a la deuda de vencimiento único y vencimientos concentrados en el corto a mediano plazo.

### *Consecuencia del Incumplimiento de las Obligaciones*

Los incumplimientos de obligaciones reales y anticipados de los que Fitch está al tanto detonarán una revisión de las calificaciones. El uso de una calificación en Observación o con Perspectiva Negativa puede ser adecuado para permitir la evaluación de la situación a medida que evoluciona el incumplimiento.

El historial de finanzas públicas indicaría que la aceleración y la ejecución no suelen proceder de un incumplimiento de las obligaciones. Los recursos del prestamista, como la aceleración y el intento de ejecución, desencadenarán la quiebra y, probablemente, una pérdida más alta. Puesto que no hay un beneficio para los inversionistas en la adquisición de participaciones de renta variable en el sector de las finanzas públicas, un incumplimiento inicial de las obligaciones seguido de una aceleración no es una estrategia o secuencia que se espera normalmente o se observe habitualmente.

Un incumplimiento de las obligaciones no exige ninguna categoría de calificación en particular. Los fundamentos crediticios siguen siendo la guía más importante para las calificaciones después de un incumplimiento de las obligaciones, ya que proporcionan una mejor orientación sobre si existe un nivel más alto de riesgo de incumplimiento, incluida la probabilidad de

reestructuración. La acción de calificación exigirá la evaluación de todo el registro disponible hasta el momento, incluidas las especificaciones de cualquier respuesta relevante del acreedor.

### Riesgos de Eventos

Cuando sea relevante para el sector y sustancial para la calificación, Fitch explícitamente considera los riesgos de evento potenciales que podrían afectar adversamente la capacidad de la entidad para pagar su deuda. Los riesgos de eventos provocados por peligros de la naturaleza (inundaciones, temblores, huracanes, tornados), así como errores humanos o fallas mecánicas (accidentes industriales, explosiones, evacuaciones forzadas), son identificados y se evalúa el manejo de los riesgos relevantes.

El aseguramiento integral, incluido el seguro por interrupción del negocio, es una herramienta típica usada por las entidades. El seguro para muchos de estos riesgos se encuentra comúnmente disponible, sujeto a cierto riesgo de revalorización, y la calificación considera que la entidad será capaz de cumplir con las condiciones para contar con la cobertura de seguro necesaria conforme a los estándares del mercado de compañías de seguros calificadas.

En algunas instancias, los eventos serán determinados como "no asegurables", lo cual significa que la cobertura para el riesgo relacionado no está disponible en general o no está disponible en cantidades suficientes, o bien, no es razonable en su totalidad. El terrorismo, en la mayoría de las jurisdicciones, es uno de esos casos. Los sismos, en algunas jurisdicciones, representan otro riesgo. En los casos en que una entidad está expuesta a riesgo no asegurable, se necesita un segundo nivel de análisis a fin de determinar si se requiere mitigación para la calificación y, de ser así, si existe una alternativa al seguro que mitigue el riesgo de incumplimiento a un grado acorde a la calificación de una entidad.

La necesidad de mitigación depende de una evaluación cualitativa de la vulnerabilidad de la entidad respecto al riesgo identificado. De manera similar, la aplicación de tecnología revolucionaria o los efectos de largo plazo del calentamiento global no son predecibles y no se encuentran incluidos en las calificaciones hasta que sean predecibles o se hayan materializado.

En los casos en que sea determinado que un crédito es vulnerable a un riesgo de evento, se evaluarán los factores de mitigación distintos al seguro. Algunas entidades tienen múltiples activos y el análisis podría considerar que un evento en particular no podría afectar a todos los activos a tal grado que dañe el pago oportuno de la deuda. Asimismo, el marco de los ingresos podría no estar afectado por el riesgo o proveer de medios para recuperar costos y rehabilitación de fondos de activos después de un evento. En muchos casos, la naturaleza de los activos de la entidad es tal que las operaciones de la entidad podrían estar afectadas, pero esta podría continuar operando en un nivel sustancial y recuperar costos de reconstrucción a través de mecanismos de tarifa aplicables.

La deuda no se verá afectada siempre y cuando haya liquidez suficiente para sobrellevar el impacto inmediato del evento. En estos casos en los que las características de operación y marcos de ingresos brindan mitigación de riesgo, el autoaseguramiento podría ser una opción común para una entidad.

En algunos casos, la mitigación de riesgo no será suficiente y la calificación podría estar limitada por debajo del límite de grado de inversión según la vulnerabilidad al riesgo no asegurado.

### Estructuras de las Entidades

Esta parte del análisis considera el grado en que factores distintos al éxito económico de la actividad podrían afectar los flujos de efectivo disponibles para el servicio de deuda.

### Formas Legales Variadas

Las formas legales de entidades de bonos de ingresos del sector público varían ampliamente. Las entidades del sector público de EE. UU. normalmente incluyen la emisión directa por parte de un gobierno local patrocinador de bonos especiales de ingresos con un estatus legal especial, en virtud de la ley de insolvencia pertinente. Algunas entidades sin fines de lucro emiten a través de sistemas que obligan a un grupo de entidades afiliadas a respaldar la deuda de una entidad. Las entidades sin fines de lucro pueden operar como vehículos de fideicomiso en algunas jurisdicciones o como entidades corporativas establecidas para apoyar actividades sin fines de lucro. La metodología asume que los activos y la operación del emisor en el contexto de su marco específico pueden ser evaluados efectivamente como una entidad operativa independiente.

### **Relación con el Gobierno Receptor**

Para ciertos créditos de finanzas públicas que son una empresa o unidad componente de un gobierno general, la calificación de un título respaldado por ingresos podría estar atada o influenciada por la calidad crediticia del gobierno general. Además de compartir características comunes de administración y del área de servicio, hay situaciones en las que podrían existir entre las dos conexiones de tipo legal, financiero u operacional (por ejemplo, cuando los contratos de crédito tienen un incumplimiento cruzado o si un fondo usa el efectivo de otro). En estos casos, la calificación apoyada en ingresos podría estar muy ligada a la IDR del gobierno receptor. Para las entidades fuera de EE. UU., el análisis bajo la metodología "Government-Related Entities Rating Criteria" ("Metodología de Calificación para las Entidades Relacionadas con el Gobierno") sería utilizado para evaluar el enfoque con el que se reflejaría este vínculo en la calificación de la entidad. En el caso de las entidades del sector público de EE. UU., las leyes de quiebra pertinentes pueden permitir una calificación de la deuda de la entidad distinta de la IDR del gobierno receptor. Sin embargo, las actividades del gobierno receptor que afectan a las operaciones financieras y a la estructura de capital de la entidad relacionada se reflejarán en las evaluaciones de los factores clave de calificación y, en última instancia, pueden dar como resultado una calificación inferior a la sugerida por la tabla de posicionamiento de calificación. Fitch detalla cualquier relación directa entre la calidad crediticia del gobierno en general y los títulos respaldados por ingresos relacionados dentro del comentario de calificación correspondiente.

### **Riesgo de Contraparte**

Como principio general, en los casos en que los recursos financieros o flujos de efectivo de una entidad dependen del desempeño financiero de una contraparte a la que se le han transferido los riesgos de garantía, conclusión, ingreso, costo, suministro, liquidez, tasa de interés o cualquier otro riesgo, se le dará crédito a esta en la medida en que la contraparte tenga una calificación acorde o superior a la calificación de la deuda emitida. Salvo que se mejore de otra manera, una contraparte de la que una entidad tiene dependencia podría restringir la calificación/PCI de la entidad.

La calificación de cualquier contraparte en la que el desempeño financiero es clave para el desempeño de la entidad se basa en una calificación de Fitch asignada por el grupo analítico pertinente. Las dependencias de calificaciones (cuando cualquier cambio en la calificación de la contraparte pueda afectar la calificación) serán señaladas y cualquier conexión de calificación (cuando la calificación de la transacción se mueva con la calificación de la contraparte) se hará explícita. En los casos en que no se tenga una calificación pública por parte de Fitch, se podrá utilizar una calificación interna privada. En los casos en que el desempeño financiero de la contraparte se considere en el análisis, pero la contraparte no domine la calificación de la transacción, se puede utilizar una opinión crediticia interna. Fitch determina si hay características estructurales presentes que mitigan el deterioro del riesgo de contraparte, como indicadores de calificación o pruebas de coeficientes financieros.

### **Grado Especulativo Bajo**

El movimiento a una calificación de categoría 'B' se tendrá en cuenta cuando exista riesgo significativo de incumplimiento, pero quede un margen limitado de seguridad. Para el posicionamiento dentro de la categoría 'B', deben tenerse en cuenta los recursos de liquidez disponibles al considerar si existe riesgo de incumplimiento significativo y si sigue habiendo un margen de seguridad después del incumplimiento de una prueba de cobertura de servicio de la deuda anual máxima, por ejemplo.

Se indicaría un movimiento hacia la categoría 'CCC' si la opinión/conclusión analítica es que el flujo de caja y los márgenes de liquidez han desaparecido y es poco probable que se produzca un ajuste favorable del perfil de negocios o financiero. Los esfuerzos de reestructuración negociados suelen estar claramente señalizados y, en su caso, sugieren que se asigne una calificación 'CC', ya que es probable que se produzca un incumplimiento de algún tipo. Cuando un incumplimiento es inevitable o inminente, una calificación 'C' procedería luego del incumplimiento de la obligación.

## Uso del Modelo

Para las entidades de EE. UU. que se califican según la “Metodología de Calificación de Entidades Respaladas por Ingresos del Sector Público”, los supuestos aplicados para considerar los rendimientos de las carteras de inversión, conforme se incorporaron en el modelo PAM se puede usar para las carteras de inversión de entidades sin fines de lucro. Para más información, por favor, consulte El anexo C de este reporte.

## Fuentes de Datos

El análisis y las decisiones de calificación de Fitch se basan en información pertinente a su disposición. Las fuentes son la entidad, el estructurador, los asesores financieros, los ingenieros o consultores de terceros, y el dominio público. Esto incluye información disponible de manera pública sobre la entidad, por ejemplo, estados financieros auditados y no auditados (es decir, intermedios) y documentos de los reguladores. El proceso de calificación podrá incorporar información proporcionada por otras fuentes de terceros. Si esta información es sustancial para la calificación, la acción de calificación específica revelará la fuente pertinente.

## Variaciones Metodológicas

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

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

Una variación puede ser aprobada por un comité de calificación cuando el riesgo, aspecto u otro factor relevante para la asignación de calificación, al igual que la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero el análisis descrito en la misma requiera modificarse con el fin de contemplar factores específicos para la transacción o entidad en particular.

## Limitaciones

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

## Divulgación

Fitch espera divulgar, como parte de sus comentarios de acciones de calificación o nuevos informes de emisiones, los supuestos de los escenarios base y de estrés/calificación, así como la justificación de los ajustes en cualquiera de estos supuestos. Además, Fitch divulgará cualquier variación metodológica. En muchos casos, Fitch utiliza los supuestos que derivó en su análisis inicial en la revisión de seguimiento. Con el fin de enfocar los comentarios de acción de calificación de Fitch en los cambios más importantes de la calificación, Fitch no divulgará estos supuestos en los comentarios subsiguientes de acción de calificación, a menos que haya un cambio en el supuesto.

## Supuestos para la Sensibilidad de Calificación

**Legitimidad de los Ingresos:** Las calificaciones serán sensibles a los cambios en los atributos de legitimidad de los ingresos que afectan la evaluación total. Los cambios en la volatilidad de la demanda, la elasticidad de precios o la calidad de la contraparte pueden cambiar la evaluación final.

**Riesgo Operativo:** Las calificaciones serán sensibles a los cambios en los atributos del riesgo operativo que reflejen cambios en los niveles de gasto, las tasas de crecimiento o en el tiempo.

---

**Perfil Financiero:** Las calificaciones serán sensibles a cambios en el perfil de apalancamiento o el perfil de liquidez que resulten en un posicionamiento de calificación diferente en la tabla de guía analítica.

### Canje Forzoso de Deuda

Cuando se anuncia un canje u oferta pública de adquisición que Fitch considera forzoso(a), la calificación de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*) se bajará en general a 'C' y, en el caso de las emisiones de bonos, las calificaciones de los instrumentos se bajarán en general al rango 'C' - 'CCC'. Completar el canje forzoso de deuda resultará generalmente en que una IDR se baje a 'RD'. Las calificaciones de instrumentos afectadas se modificarán de acuerdo con su escala de Calificación. Poco después de que se haya completado el canje forzoso de deuda, una IDR o instrumentos serán recalificados, usualmente en un nivel bajo de grado especulativo.

## Apéndice A: Definiciones Clave

### Definiciones Clave

Término	Definición	Importancia
EBITDA	Ingresos de operaciones antes de gastos de intereses, impuestos, depreciación y amortización, y otros elementos no monetarios	Provee indicación sobre el flujo de efectivo de las operaciones clave, el cual está disponible para el pago del servicio de deuda.
FEDSD/EDSD	EBITDA + ingresos no operativos disponibles para el servicio de deuda – gastos no operativos antes de cubrir servicio de deuda	Provee indicación del flujo de efectivo disponibles para el pago de servicio de deuda, incluido el flujo de efectivo aparte de las operaciones clave, por ejemplo, gastos antes de cubrir el servicio de deuda (es decir, gasto de capital comprometido) o ingresos específicos designados para el servicio de deuda. Se aplica usualmente cuando el ingreso operativo no es una fuente principal para cubrir el servicio de deuda.
Deuda	Bonos por pagar + préstamos por pagar + documentos por pagar + arrendamientos financieros/de capital	Valor nominal de las obligaciones de deuda de largo y corto plazo.
Deuda ajustada	Deuda + obligaciones de pensiones no financiadas + arrendamientos operativos capitalizados	Proporciona una evaluación inclusiva de todas las obligaciones de largo y corto plazo.
Deuda ajustada neta	Deuda ajustada - inversiones y efectivo sin restricciones	Proporciona una indicación de la posición de apalancamiento total neta.
Efectivo a deuda ajustada	Inversiones y efectivo sin restricciones/deuda ajustada	Indica flexibilidad financiera y amortiguador contra la volatilidad operativa. Es relevante en sectores en que las entidades tienen predominantemente un apalancamiento neto negativo debido a grandes saldos de fondos de beneficencia.
Deuda neta ajustada a EBITDA o FEDSD	Deuda neta ajustada/EBITDA o FEDSD	El valor resultante se expresa como un múltiplo y puede ser positivo o negativo (cuando la entidad tiene más efectivo e inversiones que el monto de su deuda pendiente).
SDMA	Servicio de deuda máximo anual	Medida del servicio de la deuda máximo pendiente en un período de un año, sin incluir la refinanciación esperada de la deuda con único vencimiento o tipo <i>balloon</i> .
Índice de cobertura del servicio de deuda	EBITDA/importe total del servicio de la deuda vencido en ese período (principal + interés)	Medida de amortiguador entre servicio de deuda y EBITDA en cualquier período.
Índice de cobertura de SDMA	EBITDA o FEDSD/SDMA	Es una medida de cuánto debe crecer el EBITDA para llegar a un punto de equilibrio con SDMA en una fecha futura. Cuando el crecimiento implícito supere sustancialmente la tasa considerada en escenarios, esto puede sugerir un apalancamiento a futuro más alto, lo cual debe considerarse al aplicar la tabla de posicionamiento de calificación.
FGO (Flujo Generado por las Operaciones)	Flujo generado por las operaciones después del interés, los impuestos y los cambios en el capital circulante + dividendos recurrentes recibidos de los asociados – distribuciones de dividendos a intereses no controladores + flujos de efectivo de financiamiento e inversión considerados operativos – dividendos pagados a accionistas preferentes	Flujo de caja disponible a partir de las operaciones principales después de todos los pagos de los requisitos operativos permanentes, efectivo recibido de los asociados, dividendos pagados a intereses minoritarios, intereses pagados, intereses recibidos, dividendos preferentes e impuestos. El FGO también se mide antes de la reinversión en el negocio a través del gasto de capital, antes de los recibos de las eliminaciones de activos, antes de cualquier adquisición o desinversión en el negocio, y antes del servicio de la renta variable con dividendos, la recompra o la emisión de acciones.
Cambio en el Capital de Trabajo	Cambio en cuentas por cobrar + cambio en cuentas comerciales por pagar + cambio en el inventario comercial + cualquier otro cambio en el capital de trabajo	Fitch calcula el cambio en el capital de trabajo a través de los cambios anuales en las cuentas comerciales por cobrar, el inventario comercial, las cuentas por pagar, los gastos devengados y cualquier otro elemento relevante del capital de trabajo. También incluye ajustes analíticos que afectan al capital de trabajo, como la factorización, en los casos en que las cuentas por cobrar vendidas se vuelven a agregar a las cuentas por cobrar comerciales para revertir los efectos de factorización en el capital de trabajo.
FCO (Flujo de Caja Operativo)	Flujo de caja operativo - cambio en el capital de trabajo	Medida fundamental del flujo de caja de la empresa después de pagar los gastos operativos, incluidos los impuestos y los intereses. El FCO se mide después de los pagos de efectivo de impuestos, el efectivo recibido de los asociados, los intereses y los dividendos preferentes pagados y después de los dividendos pagados a intereses minoritarios, pero antes de las entradas o salidas de capital relacionadas con el capital de trabajo. El cálculo de Fitch resta o agrega una cantidad para excluir flujo de entrada o salida de efectivo no principal o no operativo. El FCO ofrece una medida de la

		capacidad operativa de generación de efectivo de un emisor antes de la reinversión y de la volatilidad del capital de trabajo. Cuando se utiliza en la cobertura de intereses y en los coeficientes de apalancamiento, el interés neto se vuelve a agregar al numerador.
FCO a Interés	FCO/interés pagado en efectivo	Se utiliza en lugar del índice de cobertura del servicio de deuda cuando una entidad tiene deuda de un único vencimiento en lugar de deuda totalmente amortizable y se espera que lleve a cabo refinanciamiento ocasionalmente. Esto es más común en mercados fuera de Estados Unidos.
Días de Efectivo Disponible	Inversiones y efectivo sin restricciones/(gastos de operación en efectivo/365)	El indicador mide la cantidad de días que una organización podría seguir pagando sus obligaciones de efectivo diarias promedio desde su actual posición de efectivo.
Amortiguador de Liquidez	(EBITDA + inversiones y efectivo sin restricciones – servicio de deuda anual + líneas de crédito disponibles aún no utilizadas)/gastos operativos en efectivo antes de los intereses	Exceso de flujo de efectivo anual después del servicio de deuda del año fiscal más la suma de las líneas de liquidez comprometidas y de efectivo disponibles inmediatamente al principio del año financiero respectivo/suma de gastos operativos en efectivo anuales antes de los intereses.

FEDSD - Flujos de efectivo disponibles para el servicio de deuda.  
Fuente: Fitch Ratings.

## Apéndice B: Calificaciones de Corto Plazo

### Alcance

Esta metodología describe los criterios aplicables para derivar calificaciones de corto plazo para entidades calificadas utilizando la metodología “Public Sector, Revenue-Supported Entities Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público”). A los instrumentos calificados con un vencimiento original de 12 meses o menos se les asignará una calificación de corto plazo. Para obligaciones con vencimientos de entre 12 y 36 meses, Fitch Ratings puede, con previa solicitud, proporcionar una calificación de largo plazo, ya sea además de la calificación de corto plazo o en lugar de ella.

### Factores Clave de la Calificación

**Calificación de Largo Plazo Sigue Siendo el Punto de Partida:** El riesgo crediticio permanece asimétrico en diversas dimensiones, lo que incluye los distintos horizontes de tiempo. Una entidad con un riesgo de largo plazo relativamente débil pero un mejor perfil de riesgo de corto plazo puede sobrevivir en el corto plazo, mientras que, para una entidad con un riesgo de largo plazo relativamente fuerte pero un perfil de riesgo de corto plazo mucho más débil, el riesgo de corto plazo tendrá prioridad. Por ello, la escala de calificación de largo plazo de Fitch hace un énfasis importante en las deficiencias en el perfil de corto plazo y es, por lo tanto, el detonante más fuerte de las calificaciones de corto plazo. Las calificaciones de corto plazo están vinculadas a las calificaciones de largo plazo de acuerdo con la tabla de correspondencia de calificaciones de Fitch a continuación.

**Factores de Liquidez Se Aplican al Margen:** Fitch aplicará pruebas discriminatorias que permitirán distinguir entre riesgos de corto plazo cuando apliquen factores específicos. Los temas para distinciones positivas sobre liquidez se pueden resumir como la combinación de la capacidad de generación de liquidez mayor (incluido el apoyo) con estructuras de capital menos vulnerables. Estos factores nos permiten elegir entre las calificaciones de corto plazo dentro de parámetros más amplios, impulsados por la tabla de correspondencia con las calificaciones de largo plazo.

### Correspondencia de Calificaciones

IDR de Largo Plazo	Calificación/IDR de Corto Plazo Base	Calificación/IDR de Corto Plazo Más Alta
De AAA a AA-	F1+	N.A.
A+	F1	F1+
A	F1	F1+
A-	F2	F1
BBB+	F2	F1
BBB	F3	F2
BBB-	F3	N.A.
De BB+ a B-	B	N.A.
De CCC a C	C	N.A.
RD	RD	N.A.
D	D	N.A.

IDR - Calificación de riesgo emisor; *issuer default rating* en inglés. N.A. - No aplicable.  
Fuente: Fitch Ratings.

Para las calificaciones de largo plazo para las que pueden asignarse una de dos calificaciones de corto plazo, la fuente anticipada de pago y la estructura de la deuda, junto con factores de liquidez específicos, conformarán el determinante principal de cuál de las dos calificaciones de corto plazo se asignará.

La deuda de corto plazo de las entidades estadounidenses con una calificación directamente vinculada a un proveedor de liquidez de terceros se evalúa utilizando la metodología “U.S. Public Finance Structured Finance Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Financiamiento Estructurado de Finanzas Públicas de Estados Unidos”) de Fitch, disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

Para emisores de finanzas públicas de EE. UU. relacionados con un municipio o que no tengan una IDR asignada, las calificaciones de corto plazo estarán vinculadas a la calificación de largo plazo más apropiada según lo determine el comité de calificación. Esta sería generalmente la calificación de largo plazo aplicable al tramo de deuda más júnior.

Para los créditos de finanzas públicas no estadounidenses calificados con una combinación de las metodologías de Fitch “Government-Related Entities Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno”) y “Public Sector, Revenue-Supported Entities Rating Criteria” (“Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público”), cuando las IDR de largo plazo de un emisor se igualan con las de un patrocinador (gobierno), las IDR de corto plazo también se igualarán. Cuando la calificación de un emisor se deriva de un enfoque de “arriba hacia abajo”, se aplicará la más alta de las dos opciones de calificación de corto plazo, acotada por la calificación de corto plazo del gobierno que lo apoya. Cuando la calificación de un emisor se deriva de forma independiente o se apoya en un enfoque de “abajo hacia arriba”, la opción de calificación de corto plazo se elegirá de forma independiente utilizando los fundamentos que se describen a continuación.

### Préstamos de Flujo de Caja

Para las calificaciones de préstamos de flujo de caja, incluidos los títulos de deuda respaldados por ingresos (*revenue anticipation notes*) o títulos de deuda respaldados por impuestos e ingresos (*tax and revenue anticipation notes*), las calificaciones de corto plazo se diferenciarán de acuerdo con una métrica que mida la cobertura prevista. A las transacciones en las que la proporción de los saldos de efectivo proyectado al vencimiento (incluidos los recursos que se puedan pedir prestados en otros fondos), dividida entre el monto del reembolso de los bonos, sea superior a 150 %, se les asignará la calificación de corto plazo más alta, cuando esta se requiera. En el caso de pagarés con diversos vencimientos, este umbral se debe cumplir para todos los vencimientos para que puedan obtener la calificación de corto plazo más alta.

Los recursos que se pueden pedir prestados incluyen fondos pertenecientes al emisor del pagaré, pero de uso restringido y fuera del flujo de caja normal. Por lo general, estos activos incluyen ingresos restringidos para programas específicos, reservas de capital, saldos de fondos de ingresos especiales y fondos fiduciarios. Estos activos deben estar sujetos a las directrices de inversión del emisor para fondos operativos. Fitch revisa los fondos identificados para determinar las restricciones legales y prácticas de los préstamos, los requisitos de plazos de pago y la vulnerabilidad de estos fondos a la fluctuación.

### Financiamiento Provisional

Para las calificaciones de préstamos cuyo pago depende del acceso a mercados de deuda de largo plazo, lo que incluye títulos de deuda respaldados por bonos (*bond anticipation notes*) y títulos de deuda a tasa variable (*floating rate notes*), siempre se asignarán calificaciones base de corto plazo, cuando se requiera este tipo de calificación.

### Préstamos de Liquidez Interna

La deuda de corto plazo sujeta a requisitos de compra a corto plazo o de licitación periódica se califica con base en la liquidez interna de una entidad. Los agentes de recomercialización se suelen retener para revender las obligaciones de deuda de interés variable (*variable rate demand obligations*) ofertados, pero no están obligados a poner sus propios fondos si no hay compradores. De igual manera, los corredores de papel comercial preseleccionados no tienen la obligación de comprar los pagarés al vencimiento. Por lo tanto, los deudores deben asegurarse de tener la liquidez adecuada para financiar la recompra de estas obligaciones.

### Evaluación de Legitimidad de los Ingresos Impulsa Umbral de Cobertura Mínimo

Para calificaciones basadas en liquidez interna, cada calificación de largo plazo se asignará normalmente a la opción base de corto plazo. Para calificar con la opción más alta de calificación de corto plazo, la entidad debe satisfacer dos componentes: un nivel mínimo en el factor o los factores clave de calificación y una métrica de cobertura mínima.

Se establecen diferentes umbrales de cobertura en función de la evaluación de la legitimidad de los ingresos de los emisores, que considera su capacidad para generar el flujo de caja según su marco legal y fundamentos económicos. Se requerirían evaluaciones del perfil de liquidez

neutral y del perfil de deuda para garantizar aún más que ningún otro factor relacionado con la estructura de liquidez o de capital socavará la calificación de corto plazo más alta.

Una entidad tendría que satisfacer las evaluaciones mínimas de los factores y los índices de cobertura de los tres elementos de la tabla a continuación, en relación con el nivel de legitimidad de los ingresos correspondientes, para recibir la calificación de corto plazo más alta.

### Umbral para la Calificación de Corto Plazo Más Alta: Respalados por Ingresos

Calificación de Corto Plazo más Alta	Evaluación de Legitimidad de Ingresos Mínima	Índice de Liquidez Mínima <sup>b</sup> (x)	Evaluación del Perfil de Liquidez	Evaluación de la Estructura de Deuda y Pasivos Contingentes
A+/F1+	Más Fuerte/aa	1.25	Neutral	Neutral
A+/F1+	Rango Medio/bbb	2.0	Neutral	Neutral
A/F1+	Más Fuerte/aa	1.25	Neutral	Neutral
A/F1+	Rango Medio/bbb	2.0	Neutral	Neutral
A-/F1	Rango Medio/a	1.1	Neutral	Neutral
A-/F1	Rango Medio/bbb	1.75	Neutral	Neutral
BBB+/F1	Rango Medio/a	1.25	Neutral	Neutral
BBB+/F1	Rango Medio/bbb	2.0	Neutral	Neutral
BBB/F2	Rango Medio/bbb	1.1	Neutral	Neutral
BBB/F2	Más Débil/bb	1.75	Neutral	Neutral

<sup>a</sup> 'Mas Fuerte', 'Rango Medio' y 'Más Débil' se refieren a evaluaciones bajo esta metodología, mientras que 'aa', 'a', 'bbb' y 'bb' se refieren a evaluaciones bajo la metodología de sector específico.

<sup>b</sup> Índice de cobertura de liquidez - (efectivo sin restricciones, instrumentos de inversiones [descontados de conformidad con la herramienta de Fitch "Internal Liquidity Worksheet"] y líneas de liquidez)/Requisito de liquidez potencial máxima para el siguiente período de 90 días.

Fuente: Fitch Ratings.

Cuando sean revisados emisores de sectores a los que aún no se les asignan evaluaciones de factores clave de calificación, se llevará a cabo una revisión caso por caso hasta que se hayan asignado evaluaciones de los factores, momento en el cual se aplicarán los requisitos ampliados.

### Índice de Cobertura de Liquidez

Para determinar su índice de cobertura de liquidez, Fitch calcula el requisito de liquidez potencial máxima como las obligaciones de deuda de interés variable pendientes totales, los máximos autorizados de papel comercial y otras deudas con opción a venta en un plazo de 90 días. Como parte de su análisis, Fitch también considera cualquier circunstancia que limite la emisión de papel comercial de un deudor a un monto inferior al máximo autorizado y observa otros factores atenuantes que pudieran afectar el índice. El interés acumulado a la tasa máxima no se incluye en el cálculo.

Los recursos disponibles incluyen efectivo, valores con grado de inversión altamente líquidos (con descuento según la tabla de Fitch de "Internal Liquidity Worksheet" a la que se vincula a continuación) e instrumentos de liquidez a los que el emisor puede acceder directamente.

Los recursos líquidos disponibles de una entidad deben ser fondos discrecionales que, si se usan en su totalidad, no interrumpirán las operaciones comerciales normales. Además, Fitch solo acredita aquellos recursos que son relativamente estables.

Fitch analiza la estacionalidad potencial o periodicidad de los flujos de financiamiento principales para determinar si los recursos disponibles se inflaron debido al alza repentina de dichos ingresos. Solo el efectivo y las inversiones disponibles de manera consistente durante el año se consideran como recursos líquidos. Sin embargo, no es necesaria la segregación de esos fondos.

Fitch solicita informes que detallan el valor marcado para el mercado de los recursos líquidos disponibles. Normalmente, estos informes se solicitan trimestralmente, pero es posible que se soliciten con frecuencia mayor o menor según lo determine Fitch, dependiendo de la volatilidad del mercado o del modo de la tasa de interés. La hoja de trabajo asociada "Internal Liquidity Worksheet" está disponible [haciendo clic aquí](#).

---

Fitch mide la suficiencia de los recursos con respecto al requisito de liquidez potencial máxima durante el período de 90 días previo a la fecha de dicha necesidad potencial.

### Aplicación de Descuentos en Activos

Fitch descuenta el valor de mercado de ciertas clases de activos cuando evalúa los recursos líquidos de un deudor (consulte la tabla de "Internal Liquidity Worksheet" vinculada anteriormente). Las clases de inversión con una mayor volatilidad de precios, menos liquidez de mercado o una peor calidad crediticia se descuentan de manera más severa. Estos descuentos se derivan principalmente de la metodología de Fitch "Structured Finance and Covered Bonds Counterparty Rating Criteria: Derivative Addendum" ("Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Addendum") y se desarrollaron con base en un estudio de volatilidad histórica de los bonos gubernamentales, además de su "Metodología de Calificación Capacidad de Cumplimiento de Fondos Cerrados y Estructuras de Valor de Mercado". Ambos informes están disponibles en el sitio web de Fitch en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

Debido a que muchas inversiones alternativas son difíciles de valorar o tienen políticas de liquidación restringidas, no se consideran como liquidez disponible. Las inversiones en acciones tradicionales pueden presentar volatilidad severa de los precios y también están excluidas de la consideración. Incluso en el caso de las obligaciones de deuda de interés variable en las que las licitaciones pueden ser poco frecuentes y las fechas en las que los fondos deben estar disponibles son determinables, solo aquellas inversiones con un riesgo mínimo para el capital se acreditan como parte de los recursos líquidos disponibles.

### Importancia Estructural de los Instrumentos de Liquidez

Los servicios de liquidez estructurados para garantizar una transferencia confiable y oportuna de los fondos del banco al deudor se incluyen, por lo general, como parte de los recursos líquidos disponibles de los deudores. Fitch se centra en los elementos estructurales de estos instrumentos, lo que incluye las disposiciones de plazos entre bonos, bancos y otros documentos relevantes, para garantizar que se coordinen las obligaciones según los acuerdos. Las disposiciones de terminación que se limitan a acontecimientos de crédito importantes y la disponibilidad del instrumento solo para el deudor son consideraciones adicionales. Estos instrumentos difieren de los que se consideran en transacciones de financiamiento municipal estructurado, que son instrumentos dedicados de terceros, disponibles para el fideicomisario y el agente pagador para beneficio de los tenedores de pagarés y exclusivamente para el pago de deuda especificada de corto plazo.

Cuando los pagarés de papel comercial o las obligaciones de deuda de interés variable están respaldados parcialmente por un instrumento o instrumentos de liquidez, las calificaciones de los bancos que proporcionan los instrumentos, junto con los elementos estructurales de los instrumentos, son consideraciones adicionales. Si el banco que proporciona el instrumento de liquidez cuenta con una calificación de al menos "F1", la cantidad total del instrumento cuenta como recurso líquido disponible de un deudor. La disponibilidad de recursos líquidos adicionales se vuelve más importante si los elementos contractuales del instrumento son estructuralmente débiles o si uno o más bancos participantes tienen una calificación de corto plazo de "F2" o no cuentan con una calificación de Fitch. El apoyo de liquidez proporcionado por bancos con calificaciones de corto plazo por debajo de "F2" se excluye, por lo general, de los recursos líquidos disponibles.

### La Sincronización Es Vital

Independientemente del tipo de obligación de deuda, la disponibilidad de recursos líquidos debe coincidir con el momento del requisito de liquidez potencial máxima. Los períodos de liquidación son una consideración en este análisis.

Por ejemplo, un deudor debe garantizar que los fondos líquidos estén disponibles cada 30 días si se necesita liquidez mensualmente. La necesidad de que un deudor produzca liquidez semanal o mensual no sería necesaria en el caso de un instrumento con opción a venta de un año. Sin embargo, Fitch evaluará el proceso considerando al menos 90 días de anticipación a la opción a venta, para garantizar la suficiencia de los recursos líquidos disponibles.

---

### Importancia de los Procedimientos Codificados

Fitch considera la experiencia de cada deudor en tesorería, administración de deudas y funciones de inversión. Si se produce una recomercialización fallida de las obligaciones de deuda de interés variable o una reinversión fallida de los pagarés de papel comercial, el deudor debe actuar rápidamente para garantizar el pago oportuno a los titulares de bonos o tenedores de pagarés. Con tal fin, existen procedimientos específicos de liquidación de activos que garantizan que un deudor esté preparado para transferir los fondos requeridos a un agente pagador cuando sea necesario.

Un plan detallado de procedimientos de liquidación (*liquidation procedures plan*) es evidencia del compromiso de la administración de garantizar el pago oportuno a los tenedores de las obligaciones de deuda de interés variable o pagarés de papel comercial. El plan de procedimientos de liquidación debe incluir, por lo menos, los nombres o los cargos de las partes responsables del deudor, así como sus contrapartes en la banca correspondiente y otras instituciones financieras. La secuencia de eventos para pagar en última instancia las obligaciones de deuda pendientes, lo que incluye días y horas específicos, es igualmente importante para garantizar que los planes de procedimientos de liquidación se coordinen con los diversos acuerdos bancarios. El plan de procedimientos de liquidación se debe actualizar y enviar a Fitch según sea necesario.

### Supuestos para la Sensibilidad de Calificación

Las calificaciones de deuda de corto plazo son generalmente sensibles a los cambios en la calificación de la deuda de largo plazo del deudor. La calificación de corto plazo es, además, sensible al deterioro de los recursos líquidos disponibles hasta el requisito potencial máximo para aquellas entidades cuyas calificaciones de largo plazo se corresponden con dos posibles calificaciones de corto plazo.

## Apéndice C: Modelo “Portfolio Analysis Model” (PAM)

### Concepto del PAM

El retorno de la inversión es inherentemente cíclico y, a menudo, está vinculado a un contexto económico más amplio. El propósito del Portfolio Analysis Model (PAM; Modelo de Análisis de Cartera) es proporcionar una orientación amplia sobre la magnitud en que las reservas o la posición de liquidez de un emisor (es decir, la cartera de efectivo e inversiones) podrían verse afectadas por la situación macroeconómica o cíclica general especificada. El PAM se usa actualmente solo en la evaluación de entidades de EE. UU.

La cartera de inversiones y la política de inversiones de un emisor pueden ser determinantes en la solvencia de ciertos sectores financieros públicos, dada la importancia de las reservas financieras de estos emisores para la fortaleza crediticia. El PAM se usa para generar estrés de cartera moderado y derivado de manera uniforme (pero específico del emisor) como un medio para evaluar la resiliencia financiera relativa de una entidad a través de un ciclo económico o de mercado. La agencia considera que los cambios a las carteras de inversiones del emisor dentro de rangos razonablemente previstos deben tomarse en cuenta para la calificación. En un análisis independiente, específico para el sector que utiliza el PAM, el estrés de cartera pasa por un escenario u otro análisis que pone el cambio calculado del valor de la cartera en contexto con los fundamentos del emisor u otros factores a fin de proporcionar una prueba integral de resiliencia de las calificaciones durante todo el ciclo.

El PAM no es una herramienta de proyección; más bien ofrece un resultado verosímil para el análisis durante todo el ciclo mediante la creación de un cálculo de rentabilidad de la cartera empírico, objetivo e intuitivo. Al usar la combinación de asignación de activos específica y propia de cada emisor, simulamos cómo las carteras de los emisores pueden responder a la misma situación negativa de mercado.

### Limitaciones

Este ejercicio es un análisis de sensibilidad diseñado para generar una aproximación tentativa del impacto en la cartera de inversiones para el escenario específico elegido, con una superposición cualitativa. Los resultados del PAM no deben interpretarse como una predicción de retornos futuros de la inversión. Se esperaría que la respuesta real de la cartera a un escenario elegido difiera en algún grado, posiblemente de manera significativa, dependiendo de la precisión con la que los índices de referencia elegidos para representar las diferentes clases de activos reflejan los valores reales en cartera, si los retornos futuros son coherentes con el comportamiento histórico de la clase de activos y con qué precisión la suposición de asignación de activos actual utilizada en el análisis refleja las ponderaciones reales de la clase de activos en el transcurso del escenario, entre otros aspectos.

### Metodología

La siguiente metodología se utiliza para medir el porcentaje de cambio en el valor de la cartera para la suposición del escenario dado:

- Mediante el uso de 1) la asignación actual de cada emisor (normalmente incluido el efectivo) categorizada según una de las siete clases principales de activos y 2) los índices de referencia de retorno total que representan cada categoría de activos, se crea una serie cronológica hipotética de retorno total para cada emisor o cartera bajo el supuesto de que habrá un reajuste trimestral a las ponderaciones actuales de la asignación. La siguiente serie se utiliza para representar las diversas clases de activos: efectivo y equivalentes, rentabilidad de bonos del Tesoro a tres meses en EE. UU. (Federal Reserve Bank of St. Louis); ingreso fijo, Core U. S. Aggregate ETF (FactSet/IDC); capital nacional, Russell 1000 ETF (FactSet/IDC); capital extranjero, MSCI EAFE ETF (FactSet/IDC); fondos de cobertura, serie personalizada de la agencia basada en el retorno del capital global, pero con características de volatilidad más bajas (FactSet/IDC); bienes raíces, índice Nareit All REIT (National Association of REITs); otros, categoría general calibrada para tener características de volatilidad similares al capital.

Para los ETF, los datos de intercambio se utilizan para generar un retorno del precio al cual se incorpora un elemento de ingresos que se aproxime al historial o los niveles actuales para derivar una serie de retorno total de cada índice. Esta serie hipotética de

retorno total se calcula de acuerdo con los valores del índice que se remontan a 10 o 20 años atrás (el parámetro predeterminado del historial del retorno “largo” indicado más adelante). Las categorías o índices de asignación de activos se pueden actualizar y están sujetas a ajustes o cambios; se pueden agregar categorías adicionales. Si bien el historial proporciona una guía objetiva con respecto a las características de volatilidad o el retorno de la cartera, los resultados futuros pueden ser diferentes. El PAM le permite al usuario superponer un ajuste de aumento o disminución fijos a los retornos a largo plazo supuestos de manera trimestral, a la vez que preserva las características históricas de volatilidad. Se espera que cualquier ajuste del retorno se limite a estar en un rango +/- 0.5% (trimestralmente) del retorno total de referencia del índice específico.

- Para la mayoría de los sectores, la desviación media (aritmética y geométrica, la predeterminada) y la desviación estándar se determinan para cada serie histórica de retorno hipotético del emisor, en un compuesto consecutivo de cuatro trimestres y utilizando la serie cronológica trimestral. Sin embargo, puede haber casos en los que se use un período más largo, hasta 12 trimestres consecutivos, para calcular estas estadísticas y generar una estimación de estrés para el período proporcionalmente más extenso. Por ejemplo, el PAM les permite a los usuarios generar una estimación de estrés para un período de tres años, en comparación con el período típico de un año.
- El nivel supuesto del PIB para cada año del estrés se convierte en un movimiento de desviación estándar que, junto con la desviación media y estándar derivada de la serie hipotética de retorno, se utiliza para calcular la estimación de estrés para cada año del escenario. Los movimientos representativos del PIB en un escenario de estrés para el primer año serían del -1% al -2%, lo que implica un evento de mercado con una desviación estándar aproximada del -2%, y de +0.0% a 1.0% para el segundo año (un evento de desviación estándar de -1, aproximadamente); para los años del tercero al quinto y para todos los años del caso base, es probable que se utilice la experiencia anual promedio del PIB (de +1.5% a +2.5%), aunque estas suposiciones pueden cambiar según las circunstancias. Para los movimientos con desviación estándar negativa, el estrés está sujeto a un “Ajuste de Estrés Z” que normaliza la serie de PIB con la serie hipotética de modo que en un nivel de ajuste de “1” (predeterminado, el nivel máximo), el estrés en términos de desviación estándar no pueda ser más negativo que el valor Z mínimo histórico experimentado por la serie hipotética cuando se simula la experiencia de PIB bajo. Esto ayuda a garantizar que el escalamiento que utiliza el PIB como indicador de arriba hacia abajo (*top-down*) no genere un estrés excesivamente negativo.
- Luego, se determina un rango (dispersión baja o alta) en torno al cálculo del punto medio sumando y restando al cálculo del punto medio el producto de la desviación estándar y un plazo constante.

### Supuestos

Las supuestos clave predeterminados utilizados en los análisis de escenarios se enumeran en la siguiente tabla. La agencia se reserva el derecho de cambiar cualquiera de los siguientes supuestos en la medida en que lo ameriten las condiciones o circunstancias, incluidas aquellas relacionadas con el supuesto de crecimiento del PIB utilizada para los escenarios base y de estrés, según la percepción de la agencia de las futuras perspectivas de crecimiento y de dónde nos encontramos en el ciclo comercial o de mercado.

**Supuestos de Referencia del PAM para su Uso en el Análisis de Escenarios<sup>a</sup>**

	Escenario base de la agencia	Escenario de estrés de la agencia
Crecimiento del PIB	Entre 1.5% y 2.5% en todos los años	Entre -1.0% y -2.0% en el primer año; de 0.0% a +1.0% en el segundo año; de +1.5% a +2.5% del tercer al quinto año
Limitación de retorno máximo	Ninguna	Discreción para imponer una limitación de retorno máximo con una baja de hasta -5% para el primer y segundo año del escenario
Parámetro del historial de retorno (corto o largo)		Largo
Parámetro del período del escenario (de 1 a 12 trimestres)		4 trimestres
Parámetro del tipo promedio (aritmético o geométrico)		Geométrico
Parámetro de dispersión baja o alta (desviaciones estándar de 0 a 2)		Desviaciones estándar de 0.25 a 0.75
Ajuste de estrés Z (de 0 nada a 1 completo)		1 (completo)

<sup>a</sup> El PAM se puede utilizar para otros análisis, incluidos aquellos relacionados con fondos rotativos del Estado y pensiones. En tales casos, las primeras cuatro suposiciones mencionadas anteriormente se pueden cambiar para adaptarse al análisis.

Fuente: Fitch Ratings.

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

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

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

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

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

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

Derechos de autor © 2021 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.