

Metodología de Calificación para Autopistas de Cuota, Puentes y Túneles

Metodología de Sector Específico

Alcance

Este reporte de metodología define el enfoque de Fitch Ratings para calificaciones nuevas y existentes en los cuales el repago dependa de los flujos de efectivo provenientes de autopistas de cuota, puentes y túneles (en su conjunto, autopistas de cuota), incluyendo tanto activos con historial operativo, como activos nuevos en etapa de construcción. Los niveles de calificación analizados en el presente documento se relacionan con la escala de calificación crediticia internacional de Fitch Ratings y reflejan la calidad crediticia independiente sin considerar estructuras de mejora crediticia externa ni apoyos gubernamentales.

Entre los activos calificados por Fitch bajo esta metodología, se encuentran aquellos cuya propiedad y operación está a cargo de autoridades públicas o fondos empresariales independientes, así como aquellos operados por empresas privadas bajo contratos de concesión de largo plazo. Esta metodología también aplica a las autopistas de cuota sombra y a los proyectos de carriles administrados que presentan perfiles de riesgo únicos; el Apéndice B incluye una explicación detallada de cómo Fitch aplica la metodología para estos proyectos. Por último, la metodología aplica parcialmente a proyectos de autopistas basados en disponibilidad, en cuanto a la evaluación de factores de riesgo tales como operación, y, hasta cierto punto, crecimiento de tráfico. Sin embargo, estos proyectos se califican principalmente bajo la Metodología de Calificación para Proyectos Basados en Disponibilidad, publicada en español el 9 de marzo de 2018.

Los riesgos y limitaciones de esta metodología que son comunes para toda la deuda relacionada con proyectos de infraestructura y financiamiento de proyectos que no se abordan aquí se discuten en la "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos" (metodología maestra), publicada en su versión en español el 1 de diciembre de 2017. Las tablas de atributos no son prescriptivas, sino que brindan orientación cualitativa en la evaluación de los riesgos de un proyecto y constituyen únicamente una parte del proceso de calificación. Los comentarios de acción de calificación que abordan acciones de calificación específicas describirán los factores más relevantes para cada proyecto. La influencia relativa de los factores cualitativos y cuantitativos varía entre entidades.

Factores Clave de Calificación

Fitch ha identificado seis factores clave de calificación, cada uno de los cuales juega un rol significativo, al determinar la calificación de una autopista de cuota. Como un lineamiento general, el riesgo de ingreso tiene mayor influencia en autopistas de cuota en operación, pero el elemento más débil tendría el mayor peso analítico. Los factores clave de calificación para las autopistas de cuota incluyen:

- **Riesgo de Ingreso - Volumen:** La naturaleza de la autopista, la composición del tráfico, los fundamentos económicos y demográficos de la zona de servicio; la exposición a la competencia de vías alternas y el perfil histórico y proyectado de la autopista o red; el nivel de elasticidad demostrado en la reacción del tráfico ante los incrementos tarifarios.
- **Riesgo de Ingreso - Precio:** Capacidad legal y política para aumentar las tarifas.

Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Estructura e Información	3
Riesgo de Conclusión	5
Riesgo de Operación	5
Riesgo de Ingreso	6
Tipos de Activos	6
Riesgo de Ingreso: Volumen	8
Riesgo de Ingreso: Precio	9
Desarrollo y Renovación de Infraestructura	9
Riesgo de Terminación e Indemnización	9
Estructura de la Deuda	10
Perfil Financiero	10
Calificaciones Indicativas y Métricas	
Correspondientes	11
Métricas	14
Modelos	15
Análisis de Pares	16
Sensibilidad de Supuestos de Calificación	16
Variaciones Metodológicas	17
Fuentes de Información	17
Limitaciones	17
Apéndice A: Variables Principales en los Casos de Fitch	18
Apéndice B: Aplicación de la Metodología en Proyectos de Carriles Administrados	19

Esta metodología es una traducción del reporte en inglés titulado "Toll Roads, Bridges and Tunnels Rating Criteria" de fecha 26 de junio de 2020. Este reporte actualiza y reemplaza la traducción "Metodología de Calificación para Autopistas de Cuota, Puentes y Túneles", con fecha 24 de octubre de 2018.

Analistas

EE.UU. / Canadá

Scott Monroe
+1 415 732 5618
scott.monroe@fitchratings.com

Anne Tricerrì
+1 646 582 4676
anne.tricerrì@fitchratings.com

EMEA

George Abbatt
+44 20 3530 1576
george.abbatt@fitchratings.com

Daniilo Quattromani
+39 02 879087 275
daniilo.quattromani@fitchratings.com

Latinoamérica

Astra Castillo
+52 81 4161 7046
astra.castillo@fitchratings.com

APAC

James Hodges
+61 2 8256 0377
james.hodges@fitchratings.com

- **Renovación y Desarrollo de Infraestructura:** El enfoque adoptado respecto a inversiones de capital y mantenimiento, incluyendo planeación, financiación y administración.
- **Estructura de la Deuda:** Composición de los términos de pago. Fortaleza de las obligaciones relacionadas con el pago de la deuda, mantener una liquidez adecuada y limitar el apalancamiento.
- **Perfil Financiero:** La resiliencia del flujo de efectivo para soportar el oportuno servicio de la deuda bajo los casos base, de calificación y escenarios de punto de equilibrio.
- **Riesgo de Conclusión:** Cuando sea aplicable, la complejidad y duración de la fase de construcción; la experiencia del contratista y el plan de implementación; la facilidad de reemplazar al contratista; los términos de los contratos de construcción; la calidad crediticia del contratista y las mejoras crediticias disponibles.

Metodologías Aplicables

Availability-Based Projects Rating Criteria (Metodología de Calificación para Proyectos Basados en Disponibilidad) (March 2020)

Completion Risk Criteria (Metodología de Riesgo de Conclusión) (March 2020)

Infrastructure and Project Finance Rating Criteria (Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos) (Marzo 2020)

Evaluaciones de Factores de Calificación para Autopistas, Puentes y Túneles

	Riesgo de Ingreso: Volumen	Riesgo de Ingreso: Precio
Descripción de Atributos	<ul style="list-style-type: none"> • Resistencia del volumen de tráfico a estreses macroeconómicos, competencia y otros eventos de riesgo. • Las tarifas actuales en comparación con sus pares y qué tan lejos está el punto de maximización de ingresos percibido. 	<ul style="list-style-type: none"> • Voluntad y capacidad demostrada para incrementar las tarifas. • Naturaleza de cualquier límite en la tarifa (por ley, contractual o político), en caso de existir.
Más Fuerte	<ul style="list-style-type: none"> • Base de tráfico comprobada y resistente, con volatilidad relativamente baja. • Activos con características monopólicas (autopistas esenciales con una base grande de tráfico resistente, vías de competencia o medios alternativos de transporte limitadas). • Baja elasticidad. • Tarifas bajas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Flexibilidad legal o contractual considerable para incrementar las cuotas muy por encima de la inflación. • Mínima interferencia política o legislativa. • Las tarifas pueden, y han sido incrementadas históricamente por encima de la inflación con alta flexibilidad.
Fortaleza Media	<ul style="list-style-type: none"> • Base de tráfico comprobada con volatilidad moderada. • Activos con un porcentaje alto de tráfico comercial o discrecional; p.ej. una autopista esencial enfrentando un cierto grado de competencia por parte de otras vías o medios de transportación. • Elasticidad-precio de la demanda baja a moderada. • Tarifas moderadas. 	<ul style="list-style-type: none"> • El marco legal o contractual permite incrementos en los límites de las tarifas periódicos al nivel de la inflación. • Cierta interferencia legislativa o política. • En la práctica, las cuotas han sido incrementadas históricamente en torno a la inflación.
Más Débil	<ul style="list-style-type: none"> • Tráfico con historial limitado o inexistente; volatilidad relativamente alta. • Incluye autopistas con alto tráfico discrecional, competencia significativa o proyectos nuevos. • Elasticidad de precios alta o no comprobada. • Tarifas elevadas. 	<ul style="list-style-type: none"> • El marco legal o contractual limita los incrementos periódicos de los límites de las tarifas muy por debajo de la inflación. • Considerable interferencia legislativa o política. • Historial limitado de incrementos en las tarifas.
Métricas Relevantes	<ul style="list-style-type: none"> • Información económica local y regional. • Tipo de autopista. • Volatilidad del volumen de tráfico a través del tiempo. • Composición del tráfico. • Vías o medios alternativos de transporte. • Elasticidad y tarifas por kilómetro o milla. • Valor del tiempo. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tarifa relativa a cualquier límite.
Perfil Financiero	Este factor clave de calificación considera las métricas de liquidez, cobertura de servicio de deuda y apalancamiento en el contexto del perfil general determinado por la revisión de los otros factores clave de calificación. Por ejemplo, una red grande y madura de autopistas de cuota con atributos más fuertes, o atributos de fortaleza media, podría estar calificada en la categoría 'A' con índices de cobertura de servicio de deuda entre 1.4 veces (x) y 1.5x en el caso de calificación. Por otra parte, la calificación de un proyecto podría verse limitada por una evaluación de atributo más débil en un factor clave de calificación a pesar de que los índices de cobertura podrían sugerir una calificación más alta. Esto se discute más a detalle en la sección de Perfil Financiero.	
Importancia Relativa de los Factores Clave de Calificación	Los factores clave de calificación del riesgo de ingreso (precio y volumen), por lo general, tienen la influencia más directa sobre las calificaciones de las autopistas de cuota operativas. Esto es porque los operadores de autopistas de cuota tienen generalmente una base de costo relativamente rígida y, por lo tanto, un flujo de ingreso más bajo del esperado podría afectar de manera material la generación de flujo de efectivo proyectado y las métricas relevantes de cobertura y apalancamiento.	

PMC – Programa de Mejoras de Capital. Nota: El análisis de los factores clave de calificación de Desarrollo y Renovación de Infraestructura y de Estructura de la Deuda puede verse en la "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos", publicada en marzo de 2020. Por otro lado, el análisis del factor clave de calificación de riesgo de conclusión puede verse en la "Metodología de Riesgo de Conclusión", también publicada en marzo de 2020.

Fuente: Fitch Ratings

Estructura e Información

Propiedad y Patrocinadores

Las autopistas de cuota son operadas bajo un rango amplio de estructuras de propiedad y de patrocinio que varían de acuerdo al país, incluyendo empresas públicas, activos de propiedad pública operados por empresas privadas bajo acuerdos de concesión a largo plazo y, en casos muy raros, propiedad completamente privada.

Las concesiones de autopistas de cuota operadas por empresas privadas pueden emplear un contrato de diseño, construcción, financiamiento, operación y mantenimiento (DCFOM), bajo el cual los ingresos del concesionario se derivan de las tarifas cobradas directamente a los usuarios o de las cuotas sombra pagadas por el otorgante de la concesión. Las consideraciones relevantes de la calificación, relacionadas a la estructura de propiedad del concesionario, incluyen la experiencia del patrocinador en el desarrollo y gestión de proyectos similares, y el nivel de capital invertido en el proyecto.

La demanda de retornos de capital hace que sea poco probable que una concesión operada por una empresa privada sea calificada en la categoría AA, dado que una estructuración óptima resultaría en un nivel mayor de deuda. Asimismo, una concesión en propiedad del sector público no impide que se tengan calificaciones en la categoría BBB o por debajo del grado de inversión.

Legal y Regulatorio

Para proyectos administrados por una empresa privada, la documentación clave incluye el contrato de concesión, mediante el cual las obligaciones de construcción y mantenimiento y los derechos de peaje fueron concedidos junto con los estatutos que permiten al otorgante de la concesión entrar en dicho acuerdo.

Para proyectos administrados por entidades públicas, la documentación clave incluye el estatuto que crea al patrocinador público, además de que establece su marco organizacional, alcance y el poder de cobrar peaje por los servicios provistos. La capacidad de la autoridad para construir, operar y cobrar peaje será considerada de manera positiva si se concede al nivel soberano más alto posible, tal como el gobierno central, en el caso de una autopista nacional, o el gobierno del estado o provincia, en caso de una autopista local o regional.

A los gobiernos les podría ser difícil anticipar objetivos futuros de la política pública o necesidades futuras de capacidad de la red de autopistas al entrar en títulos de concesión con un operador privado. En la perspectiva de Fitch, la expansión de las instalaciones para mantener niveles de servicio satisfactorios o la construcción eventual de otras autopistas que compitan con el activo son eventos que probablemente ocurrirán durante el curso de una concesión de largo plazo. Mecanismos de rebalanceo económico que protejan a los acreedores, tales como pagos de compensación, relajación de los requerimientos de la concesión o extensiones de plazo, podrían proveer flexibilidad y serían considerados por Fitch como atributos más fuertes.

Mientras que dichas provisiones promueven la estabilidad financiera en el largo plazo, su ausencia incrementa el riesgo de que pudieran surgir disputas entre otorgante y concesionario, provocando acciones que pueden poner en riesgo la seguridad de los inversionistas. Fitch se sentirá cómodo con un marco legal establecido; por ejemplo, con una ley de concesiones que haya demostrado su capacidad de proteger los intereses tanto del concesionario como del acreedor, en particular, con respecto a la terminación anticipada del proyecto. Cuando el otorgante tiene el derecho de terminar anticipadamente el proyecto de manera unilateral, o, en el caso de una terminación derivada de un posible evento de fuerza mayor no asegurable, Fitch evaluará si el contrato establece una compensación suficiente para mantener a los acreedores sin afectación [ver sección "Riesgo de Terminación e Indemnización"].

Más allá de estos documentos, Fitch también considera la jurisdicción política y legal relevante para el proyecto. La ausencia de antecedentes de acciones judiciales que muestren una resolución eficiente de obligaciones contractuales, al igual que un historial de indiferencia política hacia obligaciones contractuales, podría limitar el valor de una concesión de largo plazo. Adicionalmente, un entorno político en el cual ocurran cambios significativos en las políticas, debido a cambios en la administración, también podría limitar el valor de los contratos y estatutos. Las calificaciones crediticias estarán limitadas en circunstancias como estas. Cuando exista preocupación sobre la efectividad de los mecanismos de compensación de los tenedores

Glosario

- PBA: Prueba de bonos adicionales.
- FEDSD: Flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda.
- PMC: Programa de mejora de capital.
- DEM: Días de efectivo en mano.
- RCSD: Razón de cobertura del servicio de deuda.
- FRSD: Fondo de reserva para el servicio de la deuda
- RCI: Razón de cobertura de intereses.
- RCVC: Razón de cobertura durante la vida del crédito.
- SDMA: Servicio de deuda máximo anual.
- Opex: Gastos de operación
- RCVP: Razón de cobertura durante la vida del proyecto.
- RCIPM: Razón de cobertura de intereses posterior al mantenimiento

Véase también definiciones de razones financieras en la página 14.

de bonos y las protecciones crediticias estructurales, Fitch se basará en opiniones legales emitidas por abogados locales, de buena reputación y con experiencia relevante.

Uso de Reportes de Expertos

Hay dos reportes principales de consultores que Fitch evalúa como parte de su proceso de calificación: el reporte de un asesor técnico (AT) que aborda la construcción/conclusión del proyecto al igual que su mantenimiento y ciclo de vida, y el reporte del consultor de tráfico e ingresos que analiza las tarifas, los movimientos de tráfico actuales e históricos, además de que proporciona proyecciones de tráfico e ingresos. El nivel de dependencia hacia estos dos reportes variará en función de la naturaleza del proyecto y de la calidad de los mismos.

La falta de un reporte de tráfico e ingresos, o de un reporte de AT para un activo operativo, generalmente será considerada como un atributo más débil. Sin embargo, esto podría mitigarse parcialmente en la medida en que la administración desarrolle sus propias proyecciones internas a través de personal calificado y que sus proyecciones históricas demuestren ser confiables y objetivas. Por definición, los proyectos nuevos involucran construcción y no cuentan con un historial operativo: por ende, existe una necesidad mayor tanto de un estudio profundo de riesgo de conclusión por parte del AT, como de un estudio de tráfico e ingresos, para proporcionar un análisis de patrones de tráfico en la región, incluyendo los activos de competencia y cómo se espera que cambien una vez que el nuevo activo sea puesto en funcionamiento.

Uso de Reportes de Expertos

Atributos Más Fuertes	El reporte aclara la exposición y las áreas de riesgos clave (idoneidad del presupuesto, cronograma, tráfico, tarifas y crecimiento de los ingresos), y provee una visión de la capacidad de administrarlos; disponibilidad o confiabilidad robusta de información histórica y tamaño sólido de la muestra; información recopilada por una entidad del gobierno central y sujeta a auditoría o verificación; capacidad comprobada para proveer proyecciones confiables y objetivas de tráfico e ingresos; disponer de un análisis fuerte y completo de los riesgos de construcción; así como una evaluación confiable de los costos futuros y renovación de activos del proyecto.
Atributos de Fortaleza Media	El reporte provee cierta indicación de la exposición a riesgos clave (idoneidad del presupuesto, cronograma, tarifas, cuotas y crecimiento de los ingresos); disponibilidad o confiabilidad adecuada de información histórica y tamaño de la muestra sólido; información recopilada por una entidad del gobierno central y sujeta a auditoría o verificación; experiencia sólida desarrollando proyecciones objetivas y confiables de tráfico e ingresos; provee un análisis fuerte y robusto del riesgo de construcción, así como una evaluación adecuada de los costos futuros de renovación de activos del proyecto.
Atributos Más Débiles	El reporte provee una evaluación limitada de la exposición a riesgos clave (idoneidad del presupuesto, cronograma, tráfico, tarifas y crecimiento de los ingresos); información histórica y tamaño de la muestra limitada o no disponible; información no sujeta a auditoría o no recopilada por una entidad del gobierno central; experiencia limitada desarrollando proyecciones objetivas y confiables de tráfico e ingresos; disponer un análisis inadecuado del riesgo de construcción y de los costos futuros de renovación de activos del proyecto.

Fuente: Fitch Ratings

En términos del reporte del AT, Fitch revisará la evaluación del mismo sobre la capacidad del contratista de construir las obras propuestas para la fecha de terminación prevista y por el costo especificado en el contrato. El enfoque de Fitch al evaluar el riesgo de construcción del proyecto se muestra en mayor detalle en la "Metodología de Riesgo de Conclusión".

Con respecto al reporte de tráfico e ingresos, Fitch primero evaluará la calidad de la información utilizada como base para las proyecciones realizadas. Datos robustos y aplicables son esenciales para asegurar la confiabilidad de los *inputs* de la estimación, ya que variaciones pequeñas en la información podrían llevar a diferencias grandes en los resultados de las proyecciones.

Fitch analizará la evaluación del consultor de tráfico con respecto al perfil económico, demográfico y de uso de tierra del área de servicio de la autopista de cuota, las condiciones de tráfico existentes y el conteo de tráfico, las mejoras previstas al transporte y la percepción de los usuarios sobre la utilidad del activo. Este análisis provee una indicación de cómo las condiciones económicas, demográficas, y de los corredores y redes de tráfico contribuyen al perfil de tráfico e ingresos de las autopistas de cuota. Fitch se enfocará en comprender cómo las variaciones en estos *inputs* afectarían la proyección de tráfico inicial del año.

Muchos proyectos nuevos alrededor del mundo han experimentado un tráfico real muy por debajo de las estimaciones iniciales, una vez que entran en operación. En la mayoría de los casos, estas discrepancias se explican por retrasos o diferencias en los patrones de desarrollo de los terrenos adyacentes, o bien, por supuestos sobre el comportamiento humano realizados sin

algún tipo de observación obtenida localmente. Fitch revisará a fondo las estimaciones para entender completamente la dependencia de los ingresos proyectados hacia desarrollos futuros en los terrenos adyacentes al activo, así como a otros factores de comportamiento. Los proyectos que dependan únicamente del desarrollo de los terrenos adyacentes se considerarán con atributos más débiles para riesgo de volumen. Los proyectos que crean una alternativa de cuota a una autopista libre de cuota, o proyectos que aumentan la capacidad de tráfico de un activo y, por ende, se consideran más como liberadores de congestión que como un proyecto completamente nuevo, tienen un comportamiento más predecible y pueden ser considerados con atributos de fortaleza media.

La decisión de preferir conducir en una autopista de cuota es únicamente eso: una decisión realizada por un individuo, basada en un número de factores que incluyen ahorros en tiempo y costo. Por lo tanto, Fitch reconoce las limitaciones de los modelos de planeación a largo plazo utilizados para proyectar el tráfico e ingreso anual y percibe estas proyecciones como un punto de partida para analizar la magnitud relativa del perfil de demanda esperada de una autopista de cuota. El reporte de tráfico e ingresos y las proyecciones son herramientas útiles y proporcionan información importante que puede guiar el análisis de Fitch, pero se debe señalar que Fitch podría recurrir a otros recursos para obtener información, datos o estimaciones para ayudar a formar sus propias premisas de tráfico e ingresos, lo cual será utilizado en su análisis.

Riesgo de Conclusión

Para las autopistas de cuota en construcción, Fitch considera que un contrato de ingeniería, suministro y construcción (EPC, por sus siglas en inglés) exhaustivo es una forma razonable de mitigar riesgos de retraso, de desempeño y de sobrecostos. El riesgo de conclusión también podría ser mitigado cuando se emplea un modelo de contratista o propietario con un presupuesto y contingencia de tamaño apropiado, y un propietario adecuado con experiencia relevante, o una garantía de terminación de un patrocinador de alta calidad crediticia. El enfoque de Fitch hacia el riesgo de conclusión se describe en la “Metodología de Riesgo de Conclusión”.

Riesgo de Operación

Los proyectos de autopistas de cuota tienden a enfrentar un nivel de riesgo de operación menor que otros tipos de proyectos en el universo de financiamiento de proyectos, dado que las operaciones se limitan principalmente a recaudar los peajes, mantener la cobranza de tarifas y los sistemas y equipos informáticos relacionados de manera efectiva, dar mantenimiento básico a la infraestructura y ejecutar las reparaciones que corresponda.

Operador

Las concesiones con operadores privados, los acuerdos de arrendamiento o las licencias, pueden incluir cláusulas que le permitan al otorgante terminar el título o acuerdo si no se cumplieran ciertos estándares. Fitch se enfocará en la experiencia del operador en el contexto de los estándares de condición, seguridad, nivel de servicio y requisitos futuros de expansión de la autopista que se deban cumplir. También podría considerar el riesgo operacional como elevado si la concesión tuviera estándares operacionales más rigurosos que los aceptados comúnmente, o si el operador tuviera una experiencia limitada.

Para los activos administrados por entidades públicas, el riesgo de terminación de la concesión no existe, por lo que el riesgo del operador se reduce significativamente. En la mayoría de los casos, existen ciertos estándares básicos, pero lo importante es que el activo no puede cambiar de propietario si no se logran estos requisitos. En estos casos, los acreedores solo están expuestos a riesgos relacionados con los gastos de operación no controlados y a que el mantenimiento del activo sea muy pobre. Fitch evaluará la experiencia del equipo de administración, así como su trayectoria de administración de costos y mantenimiento de instalaciones, en comparación con sus pares.

Costos

Ciertos componentes del costo de operación, tales como la mano de obra y las materias primas, podrían estar expuestos, a lo largo del tiempo, a aumentos por encima de la inflación. Esto podría afectar negativamente al flujo de efectivo disponible para el servicio de deuda (FEDSD) si los ingresos por cuotas incrementaran a razón de la inflación. Este riesgo está mitigado en activos

que tienen una capacidad legal para elevar las tarifas, en línea con o por encima de la inflación. Sin embargo, los activos que tienen la autoridad para fijar tarifas, limitada por una fórmula, deben ser más cautelosos al manejar el crecimiento de costos a través del tiempo sin impactar la flexibilidad financiera. Los operadores privados tienen incentivos de lucro para contener los costos; sin embargo, los operadores públicos no cuentan con este incentivo, por lo que pueden estar expuestos a tener costos más elevados.

En caso de que la empresa del sector público o el concesionario privado subcontrate las operaciones bajo un contrato de operación a largo plazo, podría beneficiarse de una certidumbre mayor respecto a los costos, pero perdería la oportunidad de tomar ventaja de las eficiencias de mercado que pudieran desarrollarse con el tiempo. Los contratos de operación más cortos, de cinco a siete años, le proporcionan a la empresa o al propietario del proyecto una oportunidad de renegociar costos potencialmente inferiores; sin embargo, no protegen al proyecto contra un aumento rápido de costos en el largo plazo. En casos que cuenten con un contrato de operación a largo plazo y a precio fijo con una contraparte que cuente con experiencia relevante considerable y con calidad crediticia alta, Fitch podría determinar que ajustes pequeños al perfil de costos o la ausencia de los mismos podrían estar justificados. Dicho esto, tal enfoque aumentaría la exposición al riesgo de contraparte.

El costo por kilómetro o milla variará en función de la edad y el tipo de activo, la ubicación geográfica y las condiciones climáticas típicas, el terreno (los túneles y puentes tienen necesidades más especializadas), el método de cobro de tarifas, los niveles salariales predominantes y el nivel de regulación. Cuando sea relevante para el análisis, Fitch evaluará los costos por kilómetro o milla y el margen operativo, y los comparará con proyectos pares o similares. Las proyecciones poco realistas para la operación, mantenimiento y rehabilitación del activo podrían incrementar el riesgo, dado que el aplazamiento de mantenimiento podría acortar la vida del activo y resultar en un apalancamiento mayor a lo largo del tiempo, o inclusive en la terminación anticipada de la concesión. Fitch podría considerar el riesgo de costo como elevado si el activo cuenta con un historial de diferir el mantenimiento, o de fondeo insuficiente para la preservación del sistema.

Riesgo de Ingreso

Excluyendo el riesgo de conclusión de proyectos nuevos, el riesgo de ingreso es normalmente considerado como el factor de calificación más importante para las autopistas de cuota. El ingreso bruto está determinado por el volumen y precio, por lo que el riesgo se deriva del nivel de incertidumbre en torno a los niveles de tráfico y de la capacidad para elevar las tarifas conforme se requiera a través del tiempo.

La incertidumbre de las proyecciones de ingresos es particularmente alta para los proyectos nuevos, dado el riesgo de estimación presente en las autopistas sin historial de tráfico. Al analizar dichos proyectos, Fitch evaluará las premisas subyacentes y la metodología del consultor de tráfico e ingresos, comparará el desempeño histórico de proyectos nuevos similares y la información histórica sobre tráfico, congestión, economía local y tendencias demográficas de la región de servicio, para comprender el nivel de captación y crecimiento necesario para soportar el repago de la deuda. Las proyecciones podrían ser descontadas significativamente si los resultados del pronóstico preparado por el consultor de tráfico e ingresos dependieran de un crecimiento muy optimista de tráfico o no fueran consistentes con las tendencias históricas [para más información, favor de consultar el Apéndice A].

Para propósitos de la evaluación del factor de calificación clave del riesgo de ingreso, Fitch clasifica las autopistas de cuota en siete tipos principales: sistemas de autopistas y grandes redes, sistemas de puentes/túneles urbanos; puentes para cruces internacionales; sistemas radiales urbanos y anillos periféricos; carriles administrados; autopistas individuales; y portafolios de autopistas. A continuación, se describen las definiciones de Fitch para cada categoría.

Tipos de Activos

Sistemas de Autopistas y Grandes Redes

Estos activos representan arterias críticas y redes que conectan a centros económicos y poblacionales principales dentro y a través de un país o estado. Tienen una historia larga y

comprobada de demanda y se caracterizan por tipos de tráfico y rutas diversificados y madurez del activo. Como resultado de esta diversidad, suelen ser relativamente resistentes a condiciones económicas adversas, pero también pueden llegar a tener un menor crecimiento debido a su madurez. Los volúmenes de tráfico de vehículos comerciales o discrecionales pueden ser mayores en relación con otros tipos de activos, pero la diversidad de tipos de tráfico promueve una mayor estabilidad de ingresos. Estos sistemas y redes suelen tener una posición competitiva fuerte y necesidades predecibles de gasto en mantenimiento mayor.

Sistemas Urbanos de Puentes/Túneles

Estos activos proveen acceso estratégico al núcleo de una zona metropolitana, al cual, de otra forma, tendrían acceso limitado, debido a obstáculos geográficos, y cuentan con una función de demanda bien conocida. Dada su condición monopolística, cuentan con la mayor flexibilidad económica en cuanto a la fijación de tarifas. Sin embargo, las tarifas son mucho más altas que en cualquier otro tipo de activo, debido a los altos costos de construcción y de mantenimiento. En Estados Unidos, estas instalaciones también pueden ser utilizadas para fondar transferencias subordinadas al gobierno local o a una agencia regional de tránsito o de planeación, dada su fuerte generación de flujo de efectivo.

Puentes y Túneles para Cruces Internacionales

Estos activos proporcionan enlaces transfronterizos clave entre dos países, por lo general, sobre un cuerpo de agua, y son vitales para las relaciones comerciales entre los países. Tienden a enfrentar competencia limitada y por lo general se benefician de altas barreras de entrada, dadas las limitaciones geográficas, infraestructura potencialmente costosa y el requerimiento de instalaciones federales de inmigración y aduana. A pesar de que se consideren monopolísticos o que enfrenten una competencia limitada, el tráfico en tales instalaciones puede exhibir una cierta volatilidad dada la exposición al tráfico comercial (y, por lo tanto, al entorno económico en ambos lados de la frontera) y concentración geográfica.

Sistemas Radiales Urbanos y Anillos Periféricos

Estos activos forman un anillo estratégico en torno a un área metropolitana o incluyen vías radiales que emanan del distrito central de negocios hacia grandes zonas suburbanas. La demanda de tráfico es usualmente más estable que en proyectos nuevos, dado el alto porcentaje de tráfico suburbano y, por lo general cuentan con un historial de 10 a 20 años de operación. Sin embargo, la expansión urbana continua añade cierto grado de incertidumbre a la demanda. Se caracterizan por una base de tráfico metropolitana suburbana sólida relativamente inelástica a los incrementos tarifarios, siempre y cuando el desempleo se mantenga bajo. El riesgo de ingreso en estas instalaciones tiende a ser bajo, pero suelen tener tarifas moderadas o altas, considerando los costos de construcción en zonas urbanas.

Carriles Administrados

Normalmente son construidos en medio de un sistema radial urbano o anillo periférico existente y altamente congestionado. La diferencia clave es que la tarifa es dinámica y se fija lo suficientemente alta para permitir viajar a velocidades determinadas en la autopista, incluso cuando están congestionados los carriles regulares. Mientras que la demanda de tráfico en el corredor puede ser bastante predecible, lo que es más incierto es el precio que un conductor está dispuesto a pagar por los ahorros y la confiabilidad del tiempo. Cambios pequeños en el volumen del corredor o mejoras pequeñas a cruces pueden tener efectos dramáticos en el volumen de tráfico de estos carriles administrados. Como resultado, el ingreso tiende a ser mucho más volátil que otros tipos de autopistas de cuota. Dadas sus características únicas, el análisis de Fitch de proyectos de carriles administrados toma en consideración factores adicionales, en comparación con los proyectos de carreteras de peaje estándar. *[Para más detalles sobre la aplicación del criterio de Fitch en el análisis de carriles administrados, véase Apéndice B.]*

Autopistas Individuales

Estos activos comprenden un rango amplio de tipos de proyecto, incluyen puentes individuales, túneles, aliviadores de congestión, o distintos segmentos de anillos periféricos y conexiones de autopistas nacionales. El riesgo de demanda abarca la gama completa desde un punto muy predecible a un punto muy incierto, dependiendo, entre otras cosas, la antigüedad y objetivos del proyecto. Fitch clasifica los proyectos de autopistas de cuota en dos grupos: proyectos en arranque/nuevos en donde la demanda es incierta y proyectos en donde existe una historia comprobada de demanda. La diferencia clave es que estos proyectos se basan en un solo activo y un área geográfica de servicio relativamente pequeña para sus ingresos y, por lo tanto, se encuentran expuestos a riesgos de eventos específicos.

Portafolios de Autopistas

En la medida en que la deuda sea soportada por una combinación de autopistas diferentes operadas por una sola entidad bajo una concesión o una serie de concesiones, cada componente será evaluado conforme a las características anteriormente descritas. En caso de que los ingresos generados por el portafolio estén verdaderamente diversificados, el ingreso consolidado podría verse con un perfil más fuerte que cualquiera de los componentes individuales.

Riesgo de Ingreso: Volumen

La incertidumbre en el volumen varía significativamente, dependiendo de factores diversos como el propósito primordial de la autopista, el tipo de área que sirve, el nivel de competencia de otras autopistas y medios alternativos de transporte, así como el entorno general macroeconómico. Las tasas de motorización también pueden ser una variable importante al evaluar el perfil de tráfico de las autopistas de cuota en países en desarrollo, donde tales tasas pueden ser bajas, aunque en rápido crecimiento.

El riesgo de volumen para una autopista de cuota está influenciado principalmente por las tendencias económicas y demográficas de la región, el congestionamiento e interconectividad con carreteras libres de cuota, la competencia de otros modos de transporte y las características físicas de estos, la ruta en la que opera y su capacidad e interconectividad con otras redes. Una base de tráfico diversificada que refleja una combinación de usuarios interurbanos, suburbanos, con propósitos de viajes de negocios y recreativos, con un rango amplio de orígenes y destinos, constituye un perfil de demanda más resistente contra los ciclos económicos.

Fitch evaluará el riesgo de concentración o dependencia hacia determinados tipos de tráfico, tales como vehículos comerciales o aquellos con fines recreativos, y los mercados de origen/destino, para determinar la resistencia frente a posibles cambios en la composición económica del área de servicio, y la correlación con los ciclos económicos e industriales.

Fitch generalmente considera una dependencia hacia los vehículos comerciales para una parte significativa de los ingresos, como un aumento en la exposición de una autopista de cuota ante crisis económicas. Además, las autopistas fronterizas, por definición, serán expuestas a la actividad económica del país vecino, lo que significa que el volumen de tráfico puede ser relativamente volátil. Las autopistas fronterizas también están expuestas a las fluctuaciones en los tipos de cambio, que pueden influir en el comportamiento de los usuarios. Una autopista de cuota podría también ser afectada por un alza en los precios de gasolina, esto es particularmente importante para instalaciones no suburbanas, dado que el tráfico recreativo e interurbano tiende a ser más sensible a las fluctuaciones en el precio de la gasolina que el tráfico suburbano.

Las autopistas de cuota competitivas son aquellas que proporcionan una ruta más directa, tiempos menores de desplazamiento y mayor facilidad de viaje en relación con otras autopistas libres de cuota u otros medios de transporte dentro de un corredor determinado. La competitividad de una autopista de cuota se mide principalmente por el ahorro en tiempo de desplazamiento que ofrece durante la totalidad del viaje, en comparación con las alternativas gratuitas, así como el valor de estos ahorros de tiempo a los conductores, en relación con la cuota pagada. Estos *inputs* clave para la proyección de tráfico son propensos a incertidumbre, ya que se basan en premisas sobre el valor percibido del ahorro de tiempo por parte de los usuarios, las tendencias económicas subyacentes, tendencias demográficas y tendencias de uso de tierra y la capacidad física esperada de toda la red de transporte regional.

Situaciones Específicas Respecto a las Tarifas

Cuotas Sombra

En vez de imponer cuotas al usuario, el otorgante de la concesión le paga al concesionario un monto calculado con base en el número y tipo de vehículos que utilizan el activo y la distancia recorrida por los mismos. Estas transacciones generalmente se basan en mecanismos de banda establecidos en el contrato de concesión, donde la tarifa por vehículo que paga el otorgante disminuye a medida que el volumen de tráfico aumenta por encima de un umbral establecido. La mayoría de los esquemas están diseñados para que la banda más baja genere el flujo de efectivo suficiente para cumplir con las obligaciones de servicio de deuda.

Dado que los usuarios de la autopista en realidad no pagan un peaje, no son sensibles a los incrementos en la cuota sombra, y por ende el riesgo de volumen se compensa parcialmente. Sin embargo, el riesgo de demanda aún existe, pues el ingreso depende del volumen y composición del tráfico, que pudieran estar correlacionados de cierto modo con ciclos económicos. Además, volúmenes más altos de tráfico y más vehículos comerciales de lo inicialmente proyectado, podrían provocar un aumento en los costos de mantenimiento, que podría no ser compensado en su totalidad incluso en las bandas más altas.

La elasticidad de precio, la cual refleja el nivel al cual el volumen del tráfico se reduciría directamente por un cambio en el precio, varía de acuerdo a la posición competitiva de la autopista de cuota, el tipo de activo, la solidez del área del servicio y las condiciones económicas que prevalecen cuando las tarifas son incrementadas. Los sistemas y las grandes redes, por lo general, presentan baja elasticidad, dada su posición competitiva, así como por sistemas monopolísticos de puentes urbanos. Los anillos periféricos y radiales pueden también demostrar una inelasticidad relativa al precio, mientras que las autopistas individuales son más propensas a tener mayor elasticidad de precio. Los carriles administrados, por definición, tienen una alta elasticidad de precio. Por lo general, operan a, o bien, justo por debajo del punto de maximización de ingresos para asegurar condiciones de flujo libre de tráfico. Independientemente de su posición competitiva, la elasticidad de precio es mayor para autopistas cuyas tarifas son relativamente altas, frente a aquellas que actualmente cobran tarifas bajas.

Riesgo de Ingreso: Precio

La capacidad de un propietario u operador para implementar incrementos tarifarios varía ampliamente, ya que las concesiones, arrendamientos o licencias suelen dar a los operadores privados una autoridad relativamente limitada, mientras que las entidades públicas pueden disfrutar de flexibilidad prácticamente ilimitada.

Sin considerar el riesgo político ni la cercanía al punto de maximización de ingresos, Fitch consideraría a una autoridad con libertad ilimitada de fijación de tarifas como la mayor protección de crédito, en comparación con una autoridad con libertad de fijación de tarifas limitada por una fórmula definida o sujeta a aprobación regulatoria. La presencia de restricciones que inhiban aumentos tarifarios incrementa el riesgo de que el crecimiento de los gastos erosione el margen financiero a través del tiempo. Generalmente, Fitch asume que los patrocinadores privados elevarán las tarifas al nivel máximo permitido por el contrato, lo cual implica que probablemente no tendrían flexibilidad para elevarlas de forma reactiva para mitigar el efecto de algún impacto o cambio en las condiciones actuales.

Mientras que una autoridad con libertad ilimitada para fijar tarifas es un atributo más fuerte, puede ser obstaculizado por el entorno político en el cual opera la autopista. Las entidades públicas tienen un historial de limitar los aumentos de tarifas, debido a consideraciones políticas, independientemente de su capacidad económica para elevarlas. En caso de ser absolutamente necesario, los incrementos son generalmente implementados en combinación con mejoras de capital o expansiones del sistema. La reticencia entre los propietarios públicos de autopistas de cuota para aumentar las tarifas crea el riesgo potencial de retraso en dichos aumentos, lo que puede llevar a una reducción en la fortaleza del crédito en ciertos momentos. A menos que se cuente con un historial demostrado de aplicar incrementos de manera oportuna, Fitch considerará los planes futuros de incrementar las tarifas con escepticismo, asumiendo que tales incrementos serán implementados más tarde y en menor medida que lo planeado.

Desarrollo y Renovación de Infraestructura

Fitch considera los planes de reinversión en función de la vida económica de la autopista y su margen de capacidad basado en los niveles de tráfico actuales, además de que toma en cuenta la necesidad futura de apalancamiento para preservar, o, en caso de ser necesario, ampliar el activo. El enfoque de Fitch en cuanto al desarrollo y renovación de la infraestructura se explica en la metodología "Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos".

Riesgo de Terminación e Indemnización

Incumplimiento del Proyecto

El riesgo de terminación anticipada de un contrato clave, en específico del contrato de concesión o la licencia para operar, por un caso de incumplimiento por parte del proyecto, es abordado en las demás secciones de esta metodología. Los contratos de concesión contienen disposiciones variadas respecto a los pagos de compensación por terminación tras el incumplimiento del concesionario. El monto y el plazo de estos pagos son cuestiones que afectan

la recuperación de los inversionistas y no se consideran en la calificación de la deuda del proyecto en cuestión.

Las autopistas de cuota que se rigen por concesiones, arrendamientos o licencias de largo plazo, cuentan con fechas de vencimiento y por lo general tienen requisitos de desempeño, que, de no cumplirse, podrían dar lugar a su terminación anticipada. Normalmente, existen protecciones en el contrato de concesión antes de su terminación. En este escenario, los acreedores perderían su patrimonio principal, que son los ingresos generados por el activo. No obstante, usualmente el patrocinador tendrá oportunidad de reemplazar un operador de bajo desempeño previo a su terminación. En caso de que el incumplimiento siga, los acreedores podrán involucrarse para rectificar la situación previo a la terminación. Fitch evalúa el riesgo de terminación anticipada en el contexto de los estándares de desempeño y la capacidad del operador para cumplirlos. La presencia de estándares particularmente estrictos podría reflejarse como una limitante de la calificación.

Terminación a Opción del Otorgante

El otorgante de una concesión también tiene la opción de darla por terminada por, entre otras razones, su propia conveniencia, fines regulatorios o necesidad pública. La probabilidad de que se ejerza esa opción no puede capturarse adecuadamente en una calificación. Si estos riesgos de terminación opcional son materiales y no se indemnizan de manera adecuada u oportuna (es decir, para cubrir de manera suficiente el repago total de los instrumentos de deuda y evitar incumplimientos), la operación podría no ser calificable.

Estructura de la Deuda

Fitch se enfoca en la medida en que una estructura de capital propuesta se adapta a las características del proyecto que está siendo analizado, así como en el margen de seguridad provisto a los acreedores mediante acuerdos financieros y limitaciones de apalancamiento. El enfoque de Fitch respecto a la estructura de la deuda se explica en la metodología “Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos”.

Perfil Financiero

Fitch evalúa la capacidad de un proyecto para cumplir con su servicio de deuda bajo los casos base y de calificación, tal como se describe a continuación. Al determinar una calificación, Fitch evaluará los atributos cualitativos descritos anteriormente, en conjunto con los resultados de las métricas financieras de los casos desarrollados, comparándolas con proyectos pares como parte de su análisis.

Fitch también evaluará la fortaleza del balance general del proyecto para evaluar la flexibilidad financiera en respuesta a impactos en el corto y mediano plazo. Las métricas consideradas incluyen niveles de inversión y efectivo no restringido, apalancamiento y nivel de exposición fuera del balance general. Fitch también considerará cualquier litigio en proceso que pueda tener un efecto material.

Caso Base, Estrés Financiero y de Desempeño, Caso de Calificación

Para la mayoría de los proyectos y emisores, Fitch establecerá un caso base de flujo de efectivo que sirva como la perspectiva central de la calificadora sobre el desempeño anticipado a través de un ciclo normal de negocio, como punto de partida común para el análisis de estrés. Una vez establecido un caso base, Fitch aplicará una serie de estreses a parámetros identificados como clave en el análisis. Estos incluirán estreses de desempeño, como menos tráfico o ingreso, y riesgos financieros, como tasas de interés más altas.

La combinación del caso base y ciertos estreses financieros y de desempeño, resultarán en el caso de calificación. La “distancia” entre el caso base y el caso de calificación representa el nivel de estrés que Fitch considera alineado con la volatilidad o incertidumbre identificada para el proyecto o actividad del emisor. Para proyectos o emisores que presenten baja incertidumbre y volatilidad, esta distancia será (medida en la magnitud de los estreses aplicados y, por lo tanto, en métricas crediticias) más corta. La metodología maestra, “Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos”, presenta más detalles de este esquema. La tabla en el Apéndice A resalta las premisas indicativas que Fitch podría aplicar para cada uno de los casos base y casos de calificación para tres tipos principales de activos.

Período de Proyección

Generalmente se esperará que las empresas del sector público que sean propietarias de activos maduros y grandes de autopistas de cuota o entidades similares a los corporativos con activos de larga vida vuelvan a apalancar los activos a través del tiempo para cumplir con las necesidades de renovación y expansión de la infraestructura. Por otra parte, se espera que la administración tenga una cantidad razonable de flexibilidad en la forma en que administra sus activos. Para estos emisores, Fitch normalmente realizará su análisis basado en proyecciones operativas y financieras de alrededor de cinco a 10 años.

Para financiamiento de proyectos o para las empresas del sector público que son dueños de proyectos individuales, el análisis está enfocado en el pago completo de la deuda. Para estos activos, Fitch evaluará las proyecciones operativas y financieras que se extienden hasta el vencimiento de la deuda.

Las áreas claves de enfoque para las instalaciones en funcionamiento en los supuestos del caso de calificación de Fitch incluirían el impacto de más baja demanda e ingresos, costos elevados, apalancamiento incrementado y tasas de interés más altas (según sea relevante). En definitiva, el tipo de estreses incorporados en el caso de la calificación se determinan a partir de la evaluación que hace Fitch de las características y análisis de los factores clave de calificación. Por ejemplo, el caso de calificación de Fitch reflejará los supuestos del crecimiento de la demanda acordes a la evaluación del riesgo de ingreso de Fitch. Como tal, una gran red con perfil de demanda esencial y establecida probablemente permanecerá más resiliente a través de un entorno económico bajo estrés en el caso de calificación de Fitch en comparación con las instalaciones de una red pequeña en operación que hace frente a un alto grado de competencia o una exposición elevada a viajes motivados por recreación. Además, el nivel y magnitud del estrés económico que se hayan tomado en cuenta en el caso de calificación reflejan la perspectiva de Fitch sobre la fortaleza de la región.

Sensibilidad y Análisis de Punto de Equilibrio

Además del caso de calificación, Fitch puede considerar una combinación de otros estreses de proyectos y financieros, o una serie de tensiones individuales, basadas en el caso base bajo el contexto de la historia, el análisis de pares y las expectativas de Fitch. Estos pueden reflejar un escenario particular de eventos. Se utilizan seleccionando las métricas del caso base que proporcionan una cobertura relevante o modelando sensibilidades para probar que el instrumento calificado no incumple con algún pago.

Coberturas y Apalancamientos Indicativos del Caso de Calificación – Redes Maduras Grandes y Sistemas Mayores de Puentes con Deuda Amortizable

Categoría de Calificación	Cobertura Promedio ^a	Apalancamiento Estabilizado ^b	Dependencia al Crecimiento	Consideraciones Especiales
AA	1.8x o superior	Hasta 8x	Ninguna o Muy Limitada	Atributos predominantemente fuertes; si el riesgo de precio o volumen es de Fortaleza Media, se compensa con estructuras y métricas muy conservadoras. Por su objetivo de lucro, es poco probable que los operadores privados sean calificados en esta categoría.
A	1.4x o superior	Hasta 10x	Baja	Balance de atributos Más Fuertes y de Fortaleza Media; si ambos atributos de riesgo de precio y volumen se califican en Fortaleza Media, se esperarían estructuras de deuda y métricas más conservadoras.
BBB	1.3x o superior	Hasta 12x	Puede ser Significativa	Atributos predominantemente de Fortaleza Media; un atributo Más Débil podría ser compensado por métricas de deuda más conservadoras. Una mayor dependencia al crecimiento solo para activos con perfiles operativos más fuertes.
B/BB	1.0x o superior	Mayor a 10x	Alta	Perfil operativo más débil; es probable que la categoría de calificación sea determinada por características particulares del proyecto.

a La razón de cobertura del servicio de la deuda (RCSD) promedio, o la Razón de Cobertura durante la Vida del Crédito (RCVC) o la Razón de Cobertura durante la Vida del Proyecto (RCVP) mínimas, calculadas excluyendo valores atípicos o extraordinarios. Si la RCVC y la RCVP reflejan grandes saldos de efectivo, se podrían esperar métricas ligeramente superiores. b Fitch utilizará la deuda neta a FEDSD o la deuda neta a EBITDA según lo apropiado para el mercado. La orientación de apalancamiento indicativo asume una vida restante larga del activo (por lo menos 20 años); se espera que los activos con vida restante más corta reduzcan su apalancamiento en línea con la vida residual del activo. Los números presentados en esta tabla para apalancamiento estabilizado no son aplicables para financiamiento de proyectos en los que el apalancamiento se reduce en un plazo fijo, o para los emisores en modo de reducción del apalancamiento.

Fuente: Fitch Ratings

Calificaciones Indicativas y Métricas Correspondientes

Las dos tablas en las páginas 12 y 13 muestran los niveles de desempeño indicativo para autopistas con historial operativo significativo. Si un activo es propio u operado bajo una concesión a plazo fijo, o bien, depende de un crecimiento continuo en el largo plazo, el desempeño proyectado será evaluado durante el período de concesión o durante la vida de la deuda. Por el contrario, si la propiedad del proyecto no tiene fecha de término o el emisor es una entidad del tipo corporativo, o bien, si existe una menor dependencia al crecimiento de tráfico para pagar la deuda, la estrategia administrativa y el desempeño financiero dentro de los siguientes cinco a 10 años será el enfoque primordial.

Las tres tablas en las páginas 12, 13 y 14 proveen una guía indicativa respecto a las métricas:

- para redes de autopistas grandes, maduras y diversificadas con un alto grado de poder de mercado
- para autopistas individuales que estén más expuestas a una región específica, y
- para autopistas que utilicen principalmente estructuras de deuda no amortizables de pago único al vencimiento, respectivamente.

Las redes grandes, monopólicas y diversificadas suelen disfrutar de un desempeño de tráfico relativamente estable a causa de sus características fundamentales, mientras que las instalaciones de mayor edad y más maduras pueden estar sujetas a tarifas relativamente bajas en comparación con autopistas más nuevas. Por lo tanto, las calificaciones pueden ser más altas para este tipo de autopistas, en comparación con las que enfrentan un grado mayor de concentración geográfica, competencia o riesgo de precio.

Para emisores con deuda amortizable en un pago único al vencimiento, las métricas clave son ligeramente diferentes. Además del apalancamiento, una combinación de la razón de cobertura de intereses posterior al mantenimiento (RCIPM), apalancamiento y la RCVP (ver definiciones en la sección de Métricas en la página 15) ofrece visibilidad en dos dimensiones clave, en las que se enfoca el análisis de calificación: (i) la RCIPM refleja el margen real para pagar los costos fijos en cualquier deuda de pago único, y (ii) la RCVP mide la capacidad para reducir el apalancamiento a través del tiempo de acuerdo al perfil de vencimiento de la concesión. El riesgo de refinanciamiento está intrínsecamente presente en deudas con pago único, dicho riesgo de refinanciamiento y la posición de liquidez global del emisor, serán evaluados como parte del análisis de la estructura de deuda del proyecto que Fitch lleva a cabo.

Ciertas características únicas de las autopistas de propiedad pública hacen que sea posible, todo lo demás siendo constante, que la deuda respaldada por estos activos tenga atributos más fuertes que la deuda respaldada por concesiones similares de propiedad privada. Una de estas características es el convenio de tasa: un nivel límite de la cobertura que, de alcanzarse, obligaría al operador de la autopista a tomar acción, como elevar las tarifas, con el fin de mitigar el efecto de una cobertura debilitada. Una segunda característica importante es la gran retención de efectivo de muchas autoridades públicas que no están obligadas a realizar pagos de dividendos a accionistas, aunque algunos pudieran estar obligados a hacer transferencias subordinadas al estado u otras autoridades homólogas.

Coberturas y Apalancamientos Indicativos del Caso de Calificación – Redes Pequeñas y Autopistas Individuales

Categoría de Calificación	Cobertura Promedio ^{a,b}	Apalancamiento estabilizado ^{b,c}	Dependencia al Crecimiento	Consideraciones Especiales
AA	–	–	–	Poco probable debido al tamaño del activo y su concentración geográfica.
A	1.7x o superior	Hasta 8x	Limitada	Combinación de atributos Más Fuertes y de Fortaleza Media; es probable que sean activos maduros, estables y con apalancamiento relativamente bajo.
BBB	1.4x o superior	Hasta 10x	Puede ser significativa	Atributos predominantemente de Fortaleza Media; puede incluir activos recientemente construidos en fase de arranque, que podrían depender de un crecimiento significativo en el ingreso para satisfacer el futuro servicio de deuda, o activos maduros pero volátiles.
B/BB	1.0x o superior	8x o superior	Alta	Perfil operativo más débil; es probable que la categoría de calificación sea determinada por características particulares del proyecto.

a La Razón Cobertura del Servicio de la Deuda (RCSD) promedio o la Razón de Cobertura durante la Vida del Crédito (RCVC) o la Razón de Cobertura durante la Vida del Proyecto (RCVP) mínimas, calculados excluyendo valores atípicos o extraordinarios. Si la RCVC y la RCVP reflejan grandes saldos de efectivo, se podrían esperar métricas ligeramente superiores. b Las autopistas de cuota sombra podrían tener métricas ligeramente menores para cada categoría de calificación, en comparación a lo indicado anteriormente. Fitch utilizará la deuda neta a FEDSD o la deuda neta a EBITDA según lo apropiado para el mercado. La orientación de apalancamiento indicativo asume una vida restante larga del activo (por lo menos 20 años); se espera que los activos con vida restante más corta reduzcan su apalancamiento en línea con la vida residual del activo. Los números presentados en esta tabla para apalancamiento estabilizado no son aplicables para financiamiento de proyectos en los que el apalancamiento se reduce en un plazo fijo, o para los emisores en modo de reducción del apalancamiento.

Fuente: Fitch Ratings

Los proyectos nuevos están mucho más expuestos al riesgo de estimación y de conclusión, y, por definición, no cuentan con historial operativo ni con un enfoque administrativo demostrado. Esta exposición resulta en una serie de premisas mucho más conservadoras que aquellas utilizadas en proyectos operativos con la misma calificación. Por último, el caso de calificación para proyectos nuevos en los niveles bajos de grado de inversión, con frecuencia, muestra cobertura de 1.0x en los primeros años, asumiendo pequeños faltantes de liquidez, pero con

flexibilidad y RCSD crecientes a través del tiempo. Un proyecto de categoría BB mostraría déficits de liquidez a través de varios años, con la cobertura creciendo justo a los niveles suficientes, pero no mucho mayor que eso. A pesar de la posibilidad de tener métricas bajas durante los primeros años, se espera que las métricas del caso de calificación para dichos proyectos mejoren con el tiempo, de manera que la cobertura promedio esté en línea con o por encima de los niveles indicados en la tabla anterior.

Un componente clave del análisis cuantitativo de Fitch es entender si el proyecto depende del crecimiento futuro de los ingresos, con el fin de servir su deuda, ya sea como resultado de un incremento en el tráfico a través del tiempo, o por la capacidad para aumentar las tarifas en línea con o por encima de la inflación. Esta dependencia en el crecimiento de los ingresos puede ser evaluada calculando el punto de equilibrio de la tasa de crecimiento de los ingresos partiendo del más reciente ingreso anual histórico, o del ingreso asumido por el caso base de Fitch después de la fase de arranque para los proyectos nuevos. Este punto de equilibrio de la tasa de crecimiento de los ingresos se define como la tasa de crecimiento que, cuando se aplica cada año a los ingresos, resulta en una RCSD mínima de 1.0x durante el período de proyección, posterior al uso de todas las reservas de efectivo disponibles.

Coberturas y Apalancamientos Indicativos del Caso de Calificación – Emisores de Deuda de Pago Único (Grandes Redes)

Categoría de Calificación	RCIPM a	RCVP b	Apalancamiento Estabilizado c	Dependencia al Crecimiento	Consideraciones Especiales
AA	–	–	–	–	Poco probable debido a la estructura de la deuda.
A	2.5x o superior	1.5x o superior	Hasta 10x	Limitada	Combinación de atributos Más Fuertes y de Fortaleza Media; es probable que sean activos maduros, estables, y con apalancamiento relativamente bajo.
BBB	2.0x o superior	1.4x o superior	Hasta 12x	Puede ser significativa	Atributos predominantemente de Fortaleza Media; puede incluir activos maduros pero más volátiles, o activos con nivel de deuda más alto.
B/BB	1.5x o superior	1.0x o superior	Superior a 10x	Alta	Perfil operativo Más Débil; es probable que la categoría de calificación sea determinada por características particulares del proyecto.

a Normalmente la Razón de Cobertura de Interés Posterior al Mantenimiento (RCIPM) promedio, calculada excluyendo valores atípicos o extraordinarios. b Normalmente la Razón de Cobertura durante la Vida del Proyecto (RCVP) mínima, calculada excluyendo valores atípicos o extraordinarios. La RCVP incluye efectivo razonablemente disponible para el servicio de la deuda. c Normalmente la división de la Deuda Neta entre el Flujo de Efectivo Disponible para el Servicio de Deuda (FEDSD) o la Deuda Neta entre UAFIDA, dependiendo de lo que sea más apropiado para el mercado. La orientación de apalancamiento indicativo asume una vida restante larga del activo (por lo menos 20 años); se espera que los activos con vida restante más corta se reduzcan en apalancamiento en línea con la vida residual del activo. Los números presentados en esta tabla para apalancamiento estabilizado no son aplicables para financiamiento de proyectos que reduzcan su apalancamiento en un plazo fijo, o para los emisores en modo de reducción del apalancamiento.

Fuente: Fitch Ratings

Fitch también puede llevar a cabo este análisis para emisores de deuda de pago único siempre y cuando las proyecciones operativas y financieras se extiendan más allá del tradicional horizonte de cinco a 10 años de las entidades del tipo corporativo. En este caso, es necesario hacer supuestos en cuanto a los costos de servicio de la deuda durante la vida restante del activo, más allá de los vencimientos de la deuda de pago único. Para lograr esto, Fitch asume que las deudas presentes de pago único serán refinanciadas con deuda que siga una amortización de acuerdo a un esquema de anualidades, durante un plazo no mayor a 25-30 años, o igual a la vida restante del activo, lo que sea más corto. La tasa del refinanciamiento reflejará la visión conservadora de Fitch respecto a cómo las tasas base y los márgenes de tasas de interés podrían evolucionar con el tiempo para un tipo de emisor en particular.

Una medida alternativa para la dependencia en el crecimiento de ingresos es la cobertura del servicio de deuda máximo anual (SDMA), definido en la sección “Métricas”, aunque esta métrica solamente se puede aplicar a estructuras de deuda con tasa fija y completamente amortizables. Un índice de cobertura de SDMA de 1.0x o mayor indicaría que un proyecto no depende del crecimiento de los ingresos (y que, de hecho, tiene una cierta tolerancia ante una disminución de los ingresos); un índice de 0.8x-1.0x indicaría una dependencia baja o limitada en el crecimiento; un índice de 0.5x-0.8x sugeriría una dependencia significativa en el crecimiento; y un índice menor a 0.5x sugeriría una dependencia alta del crecimiento.

Fitch también puede realizar un análisis de punto de equilibrio de los costos. Este análisis es particularmente importante para autopistas financiadas con un mecanismo de pago basado en disponibilidad, cuya exposición a estos costos puede ser significativa [ver Metodología de Calificación para Proyectos Basados en Disponibilidad, publicada el 9 de marzo de 2018]. Aunque

por lo general esta es una métrica de crédito menos importante para las autopistas de cuota expuestas a riesgo de demanda, Fitch podría considerarla útil, sobre todo para fines de comparación.

Los índices no se evalúan de forma aislada y la calificación de un proyecto podría estar restringida por una evaluación de atributo “Más Débil” en algún factor clave de calificación, a pesar de que los índices de cobertura pudieran sugerir una calificación más alta.

Métricas

Esta metodología cubre un rango amplio de autopistas de cuota. Como resultado, las métricas utilizadas dependen del tipo de activo, de la estructura de la deuda y del paquete de seguridad empleado. Fitch revisará una combinación de los siguientes al determinar una calificación:

- La RCSD mide la cantidad en la que el flujo de efectivo disponible para el servicio de la deuda (FEDSD) excede el servicio de la deuda (interés, principal y comisiones relacionadas con la deuda). Los períodos pueden ser anuales o interanuales, en especial para las transacciones expuestas a estacionalidad. Tanto el mínimo como el promedio de las RCSD periódicas son considerados en el análisis, dado que indican la volatilidad del flujo de efectivo. El perfil o la evolución de la RCSD se considera en el contexto del aumento relativo de la incertidumbre de diversas variables a través del tiempo.
- La razón de cobertura durante la vida del proyecto (RCVP) es el valor presente neto del FEDSD durante el tiempo de vida restante del proyecto, sumado al fondo de reserva del servicio de la deuda (FRSD) y cualquier otro efectivo disponible, dividido entre el principal vigente del instrumento de deuda calificado (más la deuda preferente y todas las demás deudas que sean *pari passu*) a la fecha del cálculo. La vida del proyecto se referirá a la vida económica restante del activo. Cuando se otorga una concesión que tiene como duración un período menor que la vida económica esperada del activo, como sucede en algunos financiamientos de asociaciones público-privadas de infraestructura social, la vida restante del proyecto puede ser la misma que la vida restante del período de concesión. En los casos en que el resto de la vida de la concesión sea largo, Fitch sustituye la vida económica del proyecto dependiendo de la naturaleza del activo, dado que es poco práctico evaluar flujo de efectivo del proyecto por períodos más largos.

La RCVP es una métrica alternativa útil para la razón de cobertura de la vida del crédito (RCVC) en situaciones en que la deuda de largo plazo no está disponible, así como cuando la cobertura del flujo de efectivo es demasiado estrecha como para liquidar deuda durante la vida de la deuda con menor duración. La RCVP se enfoca en la capacidad económica para liquidar deuda durante la vida económica de la transacción o proyecto. La tasa de descuento que se usa para calcular el valor presente neto del FEDSD típicamente será el cupón de la deuda, pero incorporará supuestos clave que variarán respecto al costo de capital, dependiendo de la circunstancia específica de la transacción/proyecto.

- La RCVC es el valor presente neto del FEDSD desde la fecha de cálculo y hasta la fecha de vencimiento del instrumento de deuda calificado, sumado al FRSD inicial y cualquier otro efectivo disponible, dividido entre el principal vigente de la deuda *pari-passu* y la de prioridad más alta a la fecha del cálculo. Los flujos de efectivo se descuentan al costo promedio ponderado de la deuda hasta su madurez. Los valores residuales a la fecha de vencimiento se excluyen, a menos que se estructuren específicamente para ser liquidados. Esta métrica mide la capacidad total del servicio de la deuda sobre la vida del instrumento calificado.
- La razón de cobertura de intereses posterior al mantenimiento (RCIPM) corresponde al EBITDA menos mantenimiento y costos de renovación de activos, menos capital de trabajo, menos impuestos, dividido entre intereses y comisiones relacionadas con la deuda que venzan en el mismo período.
- La cobertura del servicio de deuda máximo anual (SDMA) es la razón del FEDSD actual anual dividido entre el servicio de deuda máximo durante la vida de la deuda. Esta métrica mide la dependencia del crecimiento por una tasa fija, amortizando por completo la estructura de la deuda.

- La razón de apalancamiento corresponde a la deuda neta a FEDSD o a la deuda neta a EBITDA, métrica que se utiliza al evaluar entidades de infraestructura con una franquicia ilimitada para proveer servicios públicos esenciales, o bien, cuando la deuda no amortiza.
- La métrica de días de efectivo en mano (DEM) mide durante cuánto tiempo el proyecto podría seguir cumpliendo con sus gastos operativos utilizando solamente la liquidez disponible. Se define como la división del efectivo disponible para cubrir los gastos operativos y de mantenimiento, entre los gastos operativos diarios promedio, los cuales se calculan como gastos operativos anuales divididos entre 365. El servicio de deuda y el saldo de la reserva para mantenimiento mayor son excluidos de este cálculo.
- Deuda/kilómetro-carril o milla-carril.
- Tarifa de dos ejes/kilómetro o milla: Fitch tomará en cuenta si la tarifa más típica es electrónica o en efectivo, y si la mayoría de los usuarios son vehículos motivados por fines de trabajo o comerciales.
- Gastos de operación/kilómetro-carril o milla-carril.
- Gastos de mantenimiento mayor/kilómetro-carril o milla-carril.
- Razón de deuda a capital para proyectos nuevos o adquisiciones.

Fitch también podría hacer referencia a otras métricas, además de las mencionadas, en reportes o en comentarios de acción de calificación de emisores individuales, siendo relevantes según requerimientos o convenciones de mercado.

Modelos

Fitch puede utilizar los siguientes modelos en el análisis de créditos de carreteras de peaje: Modelo GIG de AST, Modelo de Proyección y Monitoreo Corporativo (Modelo COMFORT), modelos de terceros, modelo GIG de MTR y Modelo de Calificaciones Nacionales de Carreteras de Peaje de Latinoamérica. Los últimos dos modelos son específicos del sector de carreteras de peaje y se describen a continuación. La sección “Modelos” en la “Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos” proporciona una descripción de los primeros tres modelos.

Modelo de Calificaciones Nacionales de Carreteras de Peaje de Latinoamérica

Los modelos de calificaciones nacionales de carreteras de peaje de Latinoamérica son tres modelos de flujo de caja similares específicos para transacciones, utilizados para el monitoreo de las calificaciones a escala nacional en México y Chile. El propósito de estos es generar proyecciones en torno a los ingresos, gastos, flujos de caja para deudas y las métricas financieras asociadas. Los modelos contienen flujos de caja detallados, incluida la derivación detallada de los ingresos en cuanto a los activos, movimientos de las reservas, gastos de capital y operación, y los flujos de caja para deuda, incluidas las características estructurales relevantes para las calificaciones. La información clave de entrada del modelo corresponde a factores operativos y financieros estándar, como volúmenes de tráfico, tasas arancelarias, costos de operación, montos de deuda, inflación, tasas de interés y tipo de cambio. La información clave de salida del modelo corresponde a los índices financieros que sustentan el análisis de calificación: RCSD de enfoque prospectivo, RCVC y apalancamiento neto. Los modelos se utilizan para las transacciones únicamente con tres entidades: Concesionaria Santa Ana Altar, S.A. de C.V.; Consorcio del Mayab, S.A. de C.V.; y Ruta del Bosque Sociedad Concesionaria S.A.

Modelo GIG de MTR

El propósito del modelo de MTR es generar proyecciones para los flujos de caja para deuda y de operación, mismas que sustentan los índices clave en la “Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos”. La información clave de entrada del modelo corresponde al volumen de tráfico anual y los perfiles de precio de peaje promedio en cuanto a los ingresos, a la vez que los gastos operativos pueden ingresar como perfiles o porcentajes del volumen de tráfico, los ingresos y la deuda. El modelo permite proyectar pagos de servicio de la deuda para un nivel único de antigüedad de la deuda, con selección específica del tramo de la tasa de interés, amortización, características de capitalización de los intereses y estructura de cobertura. Otra información clave de entrada corresponde a la tasa de inflación y el tipo de cambio de divisas. El modelo de MTR está bien adaptado para analizar las estructuras de financiamiento estándar de un proyecto, con acumulación simple de ganancias y costos, y las

características de la deuda. El modelo estándar de MTR no es adecuado para calificar la deuda subordinada. La información de salida del modelo corresponde a métricas financieras (DSCR, LLCR y deuda neta a CFADS) y resultados de equilibrio para el crecimiento del volumen, los gastos de operación y gastos de capital.

Análisis de Pares

Al comparar una autopista de cuota contra sus pares, Fitch primero identifica proyectos con características económicas similares. Por ejemplo, podría no tener sentido comparar todos los factores de riesgo de una vía liberadora de congestión o de una autopista individual con un sistema de puentes o una autopista nacional. En particular, los proyectos con una fortaleza similar serán comparados entre ellos mismos. También será utilizada la evaluación de atributos para el perfil financiero y riesgo de contraparte, que incorpora las métricas financieras. Se realizarán juicios relativos sobre cómo una transacción potencialmente Más Fuerte, Más Débil o de Fortaleza Media, se mejora o se afecta negativamente por el apalancamiento y otras medidas de flexibilidad financiera.

Sensibilidad de Supuestos de Calificación

Las calificaciones de autopistas de cuota están sujetas a ajustes positivos o negativos basados en la experiencia real del proyecto. A continuación, se incluye una lista no exhaustiva de las principales sensibilidades que podrían influir en la calificación de un proyecto de autopistas de cuota.

Componentes Típicos de un Grupo de Pares

	Transacción A	Transacción B	Transacción C
Tipo de Activo	Red grande	Autopista independiente	Puente
Estatus	Operando por 30 años	Operando por 10 años	Construcción
Terminación	–	–	Fortaleza Media
Ingresos – Volumen	Más fuerte	Fortaleza Media	Fortaleza Media
Ingresos – Precio	Fortaleza Media	Fortaleza Media	Fortaleza Media
Infraestructura/Renovación	Fortaleza Media	Más fuerte	Fortaleza Media
Estructura de la Deuda	Más fuerte	Fortaleza Media	Más fuerte
RCSD (x) actual	1.4	1.5	–
RCSD (x) promedio	1.5	1.7	2.1 (Proyectado)
RCSD (x) para distribuir dividendos	1.3	1.3	1.5
RCVC (x) promedio	1.6	1.7	2.2 (Proyectado)
Calificación	A	BBB	BBB–

Nota: La inclusión de este ejemplo de tres diferentes tipos de activos es para efectos ilustrativos únicamente. Normalmente, se incluirían sólo créditos del mismo tipo de activo. Las calificaciones incluidas en la tabla son no monitoreadas y son incluidas únicamente para efectos ilustrativos.

Fuente: Fitch Ratings

- **Desempeño del Tráfico:** Los cambios en el desempeño del tráfico esperado podrían afectar la capacidad de un proyecto para recaudar los ingresos proyectados y reducir potencialmente su capacidad para servir la deuda.
- **Riesgo de Precio:** Un incremento de cuotas menor al previsto podría reducir la generación de flujo de efectivo esperada, impactar en las métricas de cobertura y apalancamiento y, en suma, afectar de manera negativa la calificación del proyecto.
- **Costos:** Costos operativos y de mantenimiento mayor que se desvían de las proyecciones pueden indicar una volatilidad del costo mayor a la esperada, necesidades de fondeo más altas a las esperadas o incapacidad de estimar correctamente o capturar completamente todos los costos relevantes.
- **Protección de Acreedores:** La flexibilización/relajación del paquete de obligaciones financieras contractuales, liquidez y reservas de mantenimiento u otro aspecto legal de la

estructura financiera podría reducir la protección de los acreedores y tener un impacto negativo sobre la calificación del proyecto.

Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para utilizarse en conjunto con un juicio analítico experimentado en el transcurso de un proceso de comité. La combinación de metodologías transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción o emisor por emisor, y la divulgación completa mediante un comentario 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 estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o un emisor en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluyendo el 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 una calificación, así como la metodología aplicada para ello, estén incluidos dentro del alcance de la metodología, pero que el análisis descrito en la misma requiera modificarse para contemplar factores específicos para la transacción o emisor en particular.

Fuentes de Información

Los supuestos de calificación clave para la metodología y la información utilizada en el análisis de calificación crediticia de Fitch se basan en el análisis que la agencia hace de los documentos de la transacción y datos e información recibida de emisores y/o deudores de los proyectos financiados; estructuradores; ingenieros independientes; consultores y otras terceras partes; información pública; y el juicio analítico de Fitch.

Divulgación

Fitch espera revelar, como parte de sus comentarios de acción de calificación o reportes de emisión, supuestos del caso base y del caso de calificación, así como el racional de los ajustes realizados al caso base o a las premisas del caso de calificación. Fitch también divulgará en su reporte de una transacción específica cualquier métrica utilizada en el análisis que no esté descrita en las metodologías. Además, Fitch revelará cualquier variación a la metodología (tal y como se menciona en la sección de Variaciones Metodológicas). En muchos casos, Fitch utiliza para sus reportes de seguimiento los supuestos derivados del análisis inicial. Con el fin de enfocar los comentarios de las acciones de calificación de Fitch en los cambios más relevantes que afectan la calificación, Fitch no revelará estos supuestos en comentarios de acción de calificación posteriores a menos que exista algún cambio en la premisa.

Limitaciones

Las calificaciones asignadas por Fitch, incluyendo las Observaciones de Calificación y Perspectivas, están sujetas a las limitaciones especificadas en las Definiciones de Calificaciones de Fitch disponibles en el sitio web <https://www.fitchratings.com/site/definitions>

Apéndice A: Variables Principales en los Casos de Fitch

Empresas Maduras del Sector Público, Emisores de Tipo Corporativo o Emisores de Proyecto	
Tráfico	Las premisas reflejan i) el desempeño histórico, ii) los patrones regionales de tráfico (cuando estén disponibles); iii) el número de años de operación, iv) el análisis del reporte T&I (cuando esté disponible); v) las expectativas del área de finanzas públicas de Fitch respecto a tendencias regionales/económicas/demográficas y vi) la revisión referente a las premisas de la Perspectiva Global Económica de Fitch para los indicadores clave (PIB, consumo privado).
Incrementos Tarifarios	Las premisas reflejan los términos de la concesión, premisas de inflación (ver a continuación) y el historial del concesionario y de la autoridad en implementar/permitir incrementos de tarifas.
Gastos de Operación	Fitch evaluará el perfil de gastos operativos del proyecto validado por el AT cuando aplique, tomando en cuenta el desempeño histórico del gasto operativo del proyecto, las ganancias programadas de eficiencia y las expectativas de inflación.
Gastos de Mantenimiento Mayor	Fitch evaluará el perfil de gastos de mantenimiento mayor del proyecto validado por el AT (cuando aplique); tomando en cuenta el desempeño histórico del gasto de mantenimiento mayor del proyecto y las expectativas de inflación.
Inflación	Perspectiva Económica Global de Fitch usada para premisas de corto plazo, extrapoladas hacia adelante en el largo plazo.
Caso de Calificación	Premisas apropiadas de tráfico cíclico y estrés de gastos de operación serán aplicadas en la medida apropiada. Si hay un riesgo material expuesto a trabajos significativos de capital planeado, un estrés adicional de gasto de mantenimiento mayor también podría ser incorporado.

Proyectos Nuevos o en Etapa de Arranque

Tráfico del Primer Año Después del Período de Arranque	Tráfico determinado conservadoramente: período de arranque asumido por tres a cinco años después de la terminación; ningún beneficio del desarrollo del terreno adyacente; premisa de valor del tiempo descontado; premisa de participación reducida de mercado; penetración mínima de vehículos de carga pesada; monto significativo de tarifas no recolectadas al inicio.
Período de Arranque	Crecimiento de tráfico a partir del nivel de tráfico del año de inicio significativamente inferior al del primer año después del período de arranque.
Crecimiento de Tráfico después del Período de Arranque	Se asume que se estabiliza a una tasa de crecimiento de baja a moderada, dependiendo de los pronósticos económicos y demográficos; revisados frente a las premisas de la Perspectiva Económica Global de Fitch para los indicadores clave (PIB, consumo privado).
Incrementos Tarifarios	Las premisas reflejan los términos de la concesión y el historial del concesionario y de la autoridad en implementar/permitir incrementos de tarifas.
Gastos de Operación	Fitch evaluará el perfil de gastos operativos validado por el AT, tomando en cuenta las expectativas de inflación.
Gastos de Mantenimiento Mayor	Fitch evaluará el perfil de gastos de mantenimiento mayor del proyecto validado por el AT, tomando en cuenta el desempeño histórico del gasto de mantenimiento mayor del proyecto, así como las expectativas de inflación.
Inflación	Perspectiva global de Fitch usada para premisas de corto plazo, extrapoladas hacia adelante en el largo plazo.
Caso de Calificación	Ajustes apropiados al tráfico durante el período de arranque, el primer año de apertura, el primer año tras el período de arranque y los años posteriores. Las premisas de estrés en los gastos de operación serán aplicadas como se considere apropiado.

T&I – Tráfico e ingreso. Nota: Mientras que los tipos de variables que Fitch considerará al crear sus casos base y de calificación serán en general los mismos para diferentes tipos de autopistas maduras, es probable que la percepción de riesgo a recesión, volatilidad o choque en estas variables difieran por tipo de proyecto. Por lo tanto, es probable que Fitch, todo lo demás igual, aplique estreses más rigurosos en sus casos base y de calificación para autopistas pequeñas e individuales con baja flexibilidad percibida de fijación de tarifas, en comparación con una red grande y diversificada de autopistas de cuota con mayor flexibilidad percibida para fijar tarifas.

Fuente: Fitch Ratings

Apéndice B: Aplicación de la Metodología en Proyectos de Carriles Administrados

Por su diseño, los proyectos de carriles administrados (CA) enfrentan algunos retos únicos cuando se comparan con autopistas estándar, los cuales requieren un rango mayor de factores de riesgo de ingreso a ser analizados. Este apéndice establece cómo la metodología de autopistas de cuota se adapta y aplica para proyectos de CA. La tabla más adelante muestra un resumen de consideraciones relativas al riesgo de ingreso en proyectos de CA.

En esencia, el análisis de riesgo de volumen se lleva a cabo en dos partes: primeramente, considerando las características de volumen del corredor como un todo (incluyendo carriles de acceso libre de propósito general [CPG]), antes de considerar por separado aspectos del diseño, configuración y elasticidad de precio de los CA, que afectan al riesgo de volumen.

Riesgo de Volumen del Corredor

El análisis de la demanda subyacente de tráfico para el corredor como un todo, así como la volatilidad de dicha demanda a través del tiempo, es importante, ya que representa congestión en el corredor (no únicamente en los CA con cuota), lo que finalmente influye en la demanda de los CA. Los factores considerados incluyen la naturaleza del área de servicio del activo y su papel en la red de transporte regional, el nivel de competencia que enfrenta, las tendencias económicas y demográficas de la región, los patrones de viaje de origen y destino de los usuarios y la actividad de viajes en grupos de personas.

Factores de Riesgo de Volumen de Ingreso en Carriles Administrados

Evaluación	Riesgo de Ingreso – Volumen del Corredor	Riesgo de Ingreso – Características de los CA
Más Fuerte	Resistencia probada de la base de tráfico del corredor, con volatilidad relativamente baja. Características casi monopolíticas (por ejemplo, una autopista esencial con una base de tráfico urbano grande, competencia limitada de otras vías o modos de transporte). Área de servicio grande y robusta con tendencias macroeconómicas fuertes.	La volatilidad inherente en el tráfico y el ingreso de los CA es inconsistente con una evaluación 'Más Fuerte'.
Fortaleza Media	Resistencia probada de la base de tráfico del corredor, con volatilidad moderada. Un porcentaje relativamente grande de tráfico comercial o discrecional; una autopista esencial que enfrenta cierto grado de competencia de otras vías o modos de transporte. Área de servicio mediana con bases económicas sólidas. Crecimiento moderado del área o región en crecimiento con cierta dependencia al desarrollo futuro.	Base de tráfico de CA probada con volatilidad relativamente moderada. La elasticidad de precio de la demanda se demuestra en un rango de baja a moderada. Exposición moderada a vehículos exentos (incluyendo escenarios en que se recibe compensación por vehículos exentos). Niveles de congestión moderada a alta durante horas pico, pero condiciones de flujo relativamente libre durante otros momentos. Congestión bidireccional limitada. Configuración eficiente. Tasas de captación moderadas considerando la configuración del activo. Distancias promedio de viaje moderadas en comparación con la longitud total del proyecto.
Más Débil	Tráfico del corredor con historia limitada o sin historia; volatilidad relativamente alta. Un porcentaje grande de tráfico recreacional o de propósito específico; competencia significativa o expansión de vías de competencia; o proyectos nuevos. Área de servicio pequeña con niveles de riqueza por debajo del promedio y tendencias socioeconómicas estancadas o decrecientes.	Falta de demanda histórica. Período de arranque no probado o prolongado. Elevada volatilidad a impactos económicos y volatilidad estacional relativamente alta. Elasticidad de precio no probada o demostradamente elevada. Políticas relajadas de acceso gratuito a los CA y otras políticas de acceso inadecuadas que evitan que el precio sea una forma efectiva de control para acceder a los CA, lo cual limita el potencial del ingreso. Configuración (en términos de puntos de entrada/salida, rampas/reversibilidad y barreras) que ineficientemente se correlaciona puntos de congestión y patrones de tráfico, subutilizando conexiones de la autopista y finalmente desalentando su uso y/o incentivando violaciones. Incremento en capacidad gratuita de los CPG que mejoraría de manera significativa el flujo en los CPG y elimine los niveles de congestión en un plazo de mediano a largo. Bajos niveles de congestión incluso en horas pico. Tasas de captación bajas considerando la configuración del activo. Distancias promedio de viaje muy bajas en comparación con la longitud total del proyecto.

CA – Carril administrado. CPG – Carril de propósito general.

Fuente: Fitch Ratings

En la práctica, Fitch generalmente esperaría que los proyectos de CA fueran implementados en corredores congestionados con condiciones de tránsito en deterioro, derivados del crecimiento de la población y/o del empleo. El análisis del riesgo de volumen del corredor tiene mucho en común con la evaluación de riesgo de volumen para una autopista estándar, particularmente con respecto a los patrones regionales de viaje y las tendencias socioeconómicas. El volumen del corredor en instalaciones de autopistas más robustas muestra poca volatilidad en la demanda de tráfico a través del tiempo, con recuperaciones relativamente rápidas después de impactos cíclicos. La mayoría de estos activos tienen atributos evaluados en Más Fuerte, reflejando la importancia de estos corredores en sus respectivas redes regionales de transporte. Una evaluación Más Débil probablemente limite las calificaciones a un nivel por debajo del grado de inversión, dada la relación entre las características subyacentes del corredor y el nivel de esencialidad de los CA.

Características de los Carriles Administrados

Fitch evalúa las características de los CA que tienen una implicación significativa en la capacidad de generación de ingresos. Fitch ha estudiado los efectos de diversos factores en la medida en que ha tenido información disponible y ha aplicado las conclusiones en sus análisis. Dada la inherente elasticidad de precio y la volatilidad de la demanda de estos activos que alivian la congestión y cuentan con precios dinámicos, una evaluación Más Fuerte de este factor de riesgo es altamente improbable.

Las características de los CA que Fitch considera, incluyen:

- La volatilidad de la base de tráfico del CA y su desempeño en la etapa de arranque.
- La exposición hacia los vehículos (de existir) que pueden acceder a CA libres de tarifas: uno de los factores más importantes evaluado bajo el componente de las características de los CA es la política de alta ocupación de vehículos y otras políticas que regulan el acceso gratuito a los CA. Diferentes enfoques para políticas de acceso hacen que la comparación cuidadosa sea esencial.
- La configuración de los CA, incluyendo el número y ubicación de los puntos de acceso, la separación de carriles, la señalización, la reversibilidad de carriles, el número de CA: una configuración que se correlacione de manera ineficiente con los puntos de congestión y los patrones de tráfico, que subutiliza las conexiones con otras autopistas y finalmente desalienta el uso y/o alienta a violaciones, puede afectar negativamente la calificación de un proyecto. Esto incluye mejoras adicionales de capacidad libre que resultan en un flujo de tráfico en los CPG significativamente mejorado que, probablemente, causaría un cambio de paso en el cambio de tráfico a los CA.
- La consistencia en los niveles de congestión en hora pico y longitud de pico de generación de ingresos y períodos medios, activos que tienen congestión consistente, demostrada, aguda en períodos extendidos de tiempo durante el día más allá de las horas pico, evidenciado por niveles altos de densidad y velocidades bajas en los CPG que resultan en tasas de captación altas, se consideran factores que llevan al más alto grado de congestión y, probablemente, tengan un perfil total de ingreso de Fortaleza Media. Por otro lado, niveles bajos de congestión, incluso en las horas pico, y tasas mínimas de captación serían vistos como Más Débiles.
- La elasticidad de los usuarios de los CA y el poder de fijación de precios, indicado por la tarifa/milla en hora pico: generalmente se asume que los operadores privados aumentarán las tarifas para maximizar los ingresos, con poca flexibilidad adicional para elevar tasas reactivamente para mitigar el efecto de impactos económicos, en comparación con un operador público que pueda retener alguna flexibilidad en períodos de precio muy bajo, calma y menor actividad conforme a una política de maximización de rendimiento. Los proyectos de CA que generan tarifas más elevadas en horas pico y que al mismo tiempo optimizan sus ingresos y alcanzan fuertes tasas de captación serán, en general, vistos como con poder de precios de Fortaleza Media.

Evaluando el Riesgo General de Volumen

Para proyectos de CA, la evaluación del factor clave de calificación de riesgo de ingreso (volumen) se determina con base en el efecto combinado del riesgo de volumen del corredor y las características del CA. La combinación de las consideraciones respecto a las características del corredor y del CA determinan la evaluación general del riesgo de volumen, conduciendo a una de las tres evaluaciones: Más Fuerte, de Fortaleza Media o Más Débil. En la práctica, Fitch esperaría que pocos proyectos de CA logran una evaluación de Más Fuerte para este factor, ya que, en la mayoría de los casos, sería difícil lograr una evaluación superior a Fortaleza Media para las características del CA.

Evaluando el Riesgo de Precio

El análisis de riesgo de precio es, en general, comparable con el de las autopistas estándar, lo que se enfoca en el marco de fijación de tarifas y en la flexibilidad legal/política para ajustarlas. La flexibilidad ilimitada de fijación de tarifas se considera una característica Más Fuerte y es común en muchos proyectos de CA. Mientras que los topes pueden servir para limitar la flexibilidad de fijación de precios, los requisitos de precio mínimo (o pisos de tarifas) también podrían tener un efecto perjudicial sobre la generación de ingresos y restringir la evaluación a Más Débil.

Liquidez/Flexibilidad de la Estructura de Deuda

Por su naturaleza, los CA tendrán perfiles de tráfico e ingreso significativamente más volátiles, reflejando su rol como agentes aliviadores de congestión con mecanismos dinámicos de fijación de precios que maximizan el rendimiento o ingreso. Además, el período de arranque de estos activos puede ser significativamente más difícil de predecir que para autopistas estándar, dada la aparente sensibilidad de usuarios potenciales de un CA a pequeños cambios de configuración o fijación de precios. En opinión de Fitch, por lo tanto, los proyectos de CA requieren niveles significativamente mayores de flexibilidad de servicio de deuda o liquidez estructural que las autopistas estándar, para permitir que las obligaciones de servicio de deuda del proyecto sean cumplidas (o diferidas) durante un período de arranque prolongado o más severo, o recesiones cíclicas. De hecho, puede no ser posible calificar proyectos de CA nuevos que no incorporen mejoras crediticias.

Casos Base y de Calificación de CA

- Dadas las características únicas de configuración y operación, y los perfiles de demanda de cada instalación de CA individual, Fitch considera que cada proyecto requiere el análisis de un rango de atributos diversos relevantes a cada uno de ellos, como se detalla en la tabla de Factores de Riesgo del Volumen de Ingreso de los Carriles Administrados, haciendo difícil asignar premisas analíticas de referencia a los casos base y de calificación de Fitch. No obstante, las siguientes representan las áreas clave del enfoque analítico en el análisis de Fitch:
- Primer año tras el período de arranque: La mayor área de riesgo en el perfil de ingreso de un proyecto se relaciona con el primer año tras el período de arranque, o bien, período con nivel de tráfico estabilizado. Con base en los resultados de varias corridas de sensibilidad ejecutadas sobre el modelo del patrocinador, Fitch probará la veracidad del modelo, al correr una combinación de sensibilidades y desarrollará sus casos base y de calificación a partir de los resultados que reflejen más adecuadamente su evaluación del perfil de riesgo del proyecto. Entre otros factores que serán evaluados, está el crecimiento de tráfico en el corredor en los años intermedios, las características socioeconómicas en la región y su influencia sobre la disposición de los usuarios potenciales a pagar por confiabilidad en el tiempo de viaje, así como premisas de fijación de precios en el año de apertura.
- Período de arranque: En opinión de Fitch, el período de arranque puede estar influido por un número de factores, como la familiaridad con los CA en la región, la complejidad relativa de la configuración del CA, la predictibilidad de la propuesta de valor y la facilidad de acceso al usuario.
- Ingreso: El análisis de Fitch se enfocará en el valor de tiempo y en la disposición de pagar de los usuarios, en donde el crecimiento esté significativamente correlacionado con la mejora socioeconómica en la región. Mientras el poder de fijación de precios puede aumentar

exponencialmente con el tiempo en un corredor congestionado, otros factores como la incertidumbre de largo plazo relacionada con la tecnología, patrones de desplazamiento y comportamiento de los usuarios, podrían compensar esto y Fitch tomará un enfoque relativamente conservador para premisas de crecimiento de ingreso en general.

Análisis de Puntos de Equilibrio Provee Referencia Importante

El nivel de crecimiento del ingreso que se requiere el primer año después del período de arranque para mantener una RCSD mínima de 1.0x, tomando en cuenta la liquidez y flexibilidad incluidos en la estructura de deuda, aunado a si el mismo es alcanzable en relación con la evaluación del riesgo de ingreso del corredor, el CA y los elementos de precio, ayuda a Fitch a evaluar la viabilidad del proyecto. El análisis adicional de punto de equilibrio del ingreso con tendencia a la baja a partir del primer año estimado después del período de arranque, asumiendo las tasas de crecimiento del ingreso del caso de calificación, provee una indicación respecto al nivel de comodidad incorporado en la evaluación de Fitch del ingreso del primer año tras el período de arranque. Ambas métricas de punto de equilibrio proveen puntos de referencia útiles y fácilmente comparables entre proyectos. Los proyectos con características más débiles, incluso en corredores más fuertes, pueden no lograr el mismo nivel de crecimiento que aquellos con características de Fortaleza Media. Finalmente, se esperaría que los proyectos con características y evaluaciones de precio significativamente más débiles dependan de un crecimiento muy mínimo para respaldar sus obligaciones.

Rangos Indicativos de Calificación para Proyectos de CA

En la mayoría de los casos, la deuda de proyectos de CA es calificada en la categoría BBB, lo que refleja el uso de estructuras apalancadas. Dada la competencia relativamente aguda que enfrentan los CA, es altamente improbable que estos proyectos alcancen calificaciones por encima de la categoría A, sin importar el apalancamiento o cualquier otra evaluación de factor clave de calificación.

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

Derechos de autor © 2020 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. 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 afirma una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o 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.

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".