

# Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros

## Metodología de Sector Específico

### Alcance

Esta metodología resume el enfoque de Fitch Ratings para calificar bursatilizaciones de flujos futuros. La metodología es aplicable tanto a calificaciones nuevas como existentes y a calificaciones en escala nacional e internacional. Una operación de flujos futuros bursatiliza las cuentas por cobrar existentes o futuras de una compañía o proyecto de infraestructura adeudados por emisores designados y cuentas por cobrar originadas de una línea de negocios específica. La metodología también incluye aplicaciones específicas para flujos futuros por regalías de petróleo y gas.

La deuda de flujos futuros está relacionada con valores de deuda híbrida, en la que Fitch incorpora elementos de finanzas estructuradas y metodologías de calificación para corporativos/ infraestructura e instituciones financieras. Fitch no asigna un modificador de 'sf' a las transacciones de flujos futuros.

### Factores Clave de Calificación

Todos los factores clave de calificación que se mencionan a continuación son insumos igualmente importantes para la calificación.

**Límite de la Calificación:** La mayoría de las transacciones de flujos futuros han sido calificadas en escala internacional en las categorías BBB o A, debido al posible riesgo de desviación y cierto grado de riesgo de desempeño, por parte del originador. Fitch asignaría una calificación superior a la categoría A a una operación de flujos futuros si el originador fuera una institución financiera o corporativa líder calificada en la categoría A o por encima de esta y el país en donde se ubicara el originador estuviera calificado en la categoría A o por encima de esta. Fitch limita de manera explícita las calificaciones de las transacciones por regalías de petróleo y gas a la categoría de calificación A cuando el originador no está calificado explícitamente.

**Calidad Crediticia del Originador:** La calificación de las transacciones de flujos futuros está ligada a la calidad crediticia del originador, la cual se mide mediante la calificación de riesgo emisor (IDR, por sus siglas en inglés) en moneda local (ML) del originador. Una vez que se establece la IDR en ML del originador, el análisis de calificación considera factores de calificación adicionales.

**Evaluación de Negocio en Marcha:** La línea de negocios específica del originador debe continuar operando a fin de que las nuevas cuentas por cobrar y flujos de efectivo se generen para el servicio de la deuda. Para capturar este riesgo de desempeño, Fitch evaluará el riesgo de generación futura de flujos de efectivo. La puntuación de la evaluación de negocio en marcha (GCA; *going concern assesment*) es una medida de la probabilidad de que el negocio siga en marcha y el flujo de efectivo subyacente siga generándose si la compañía incumple otros pasivos.

El escalonamiento (*notching*) al alza máxima de la IDR en ML del originador permitido por la puntuación de la GCA actuará como límite (techo) de la calificación de la transacción. Sin embargo, otros riesgos pueden dar como resultado calificaciones más bajas para la transacción.

### Contenido

|   |    |
|---|----|
| Factores Clave de Calificación  | 1  |
| Descripción de Flujos Futuros   | 2  |
| Límite de la Calificación   | 2  |
| Calidad Crediticia del Originador   | 2  |
| Evaluación de Negocio en Marcha   | 3  |
| Alza de <i>Notching</i> a partir de la IDR en ML                                | 4  |
| Riesgo de Redireccionamiento/ Desvío  | 8  |
| Otras Consideraciones de Calificación   | 9  |
| Sensibilidad de la Calificación   | 10 |
| Divulgación de la Transacción   | 12 |
| Variaciones Metodológicas   | 12 |
| Limitaciones  | 12 |
| Apéndice A – Puntuaciones de la GCA   | 14 |
| Apéndice B – Tipos de Transacciones de Flujos Futuros                           | 18 |
| Apéndice C – Bursatilizaciones de Flujos Futuros por Regalías de Petróleo y Gas | 21 |

Este informe es una traducción del reporte titulado "Future Flow Securitization Rating Criteria" publicado el 6 de mayo de 2020 y reemplaza la traducción al español de la versión con el mismo título del 1ero de agosto de 2019.

### Analistas

Joanne Wong-Bund  
+44 20 3530 1077  
[joanne.wong@fitchratings.com](mailto:joanne.wong@fitchratings.com)

Maria Paula Moreno  
+57 1 484 6775  
[maria.moreno@fitchratings.com](mailto:maria.moreno@fitchratings.com)

Daniele Visentin  
+44 20 3530 1371  
[daniele.visentin@fitchratings.com](mailto:daniele.visentin@fitchratings.com)  
+57 1 484 6778

**Notching al Alza de la IDR en ML:** El *notching* al alza y la calificación final de la transacción se determina a través del análisis de los atributos y características de las cuentas por cobrar futuras. Esto evalúa la proporción de la deuda de flujos futuros respecto a la deuda total de un originador; las características de las cuentas por cobrar y su volatilidad; la exposición a contrapartes concentradas; y el índice de cobertura de servicio de deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) según varios escenarios de sensibilidad.

**Riesgo Potencial de Redireccionamiento o Desvío:** Fitch evalúa la posible interferencia del gobierno u originador en términos de los incentivos y la facilidad o capacidad de interferir. Aunque la mayoría de las transacciones están estructuradas para mitigar el riesgo de redireccionamiento o desvío, no se puede eliminar por completo la interferencia del soberano y del originador, y pueden actuar como límite (techo) de la transacción.

## Descripción de Flujos Futuros

Hay dos tipos generales de bursatilización de flujos futuros offshore: los flujos futuros respaldados por la generación de flujos de moneda fuerte de bancos y las transacciones de corporativos que normalmente involucran ingresos por exportaciones. Los flujos financieros incluyen *vouchers* de tarjetas de crédito y derechos de pago diversificados (DPR, por sus siglas en inglés) que generalmente son remesas electrónicas (por ejemplo, pagos relacionados con SWIFT, que incluyen MT-100). Las transacciones corporativas incluyen boletos por cobrar de aerolíneas y exportaciones por cobrar respaldadas por productos como petróleo, gas, acero, hierro, soya, papel y pulpa, aluminio, café y productos químicos. Otros tipos de bursatilizaciones de flujos futuros en Latinoamérica involucran transacciones respaldadas por cuentas por cobrar *onshore* de servicios eléctricos, de agua u otros relacionados con infraestructura, como cuentas por cobrar de aeropuertos de ingresos aeronáuticos y no aeronáuticos.

Las transacciones de flujos futuros estándares contienen mejoras estructurales para mitigar el riesgo de redireccionamiento del soberano o del originador. Las cuentas por cobrar de flujos futuros, por lo regular, se denominan en moneda extranjera (por ejemplo, dólares estadounidenses o euros) y las cobranzas se capturan de manera offshore antes de regresar al país del originador. Este mecanismo mitiga los posibles riesgos de transferencia y convertibilidad. Los pagadores en las cuentas por cobrar de flujos futuros reciben un aviso y normalmente firman acuerdos de aviso y confirmación (N&A; *notice & acknowledge agreements*) que los obligan a realizar pagos en la cuenta de cobranza de la transacción y, por lo tanto, mitigan el riesgo de redireccionamiento.

## Límite de la Calificación

Las bursatilizaciones de flujos futuros son distintas a las bursatilizaciones tradicionales, ya que están respaldadas por las cuentas por cobrar que no existen actualmente. El pago de la deuda depende de la generación continua de las cuentas por cobrar por parte del originador.

Si bien Fitch no tiene un tope o techo de calificación fijo sobre operaciones de flujos futuros, históricamente, la mayoría de las operaciones de flujos futuros han sido calificadas en escala internacional en las categorías BBB y A, debido al posible riesgo de desviación, riesgo operativo y la dependencia en los originadores para generar las cuentas por cobrar futuras.

Fitch solamente consideraría calificar una operación de flujos futuros por encima de la categoría A si el originador fuera una institución financiera o corporativa líder calificada en la misma o por encima de esta y el país en donde se ubicara el originador también fuera calificado en la categoría A o por encima de esta.

## Calidad Crediticia del Originador

El primer paso en el análisis de Fitch de una bursatilización de flujos futuros es establecer el riesgo de desempeño del flujo de efectivo; esto se hace, en la mayoría de los casos, mediante la evaluación de la IDR en ML del originador. Una transacción de flujos futuros no es una bursatilización de un activo existente. El pago puntual de bonos depende totalmente de una generación consistente de las cuentas por cobrar. Un exportador debe continuar exportando, los servicios de infraestructura deben seguir proporcionándose y/o el banco debe continuar

## Metodologías Aplicables

[Corporate Rating Criteria \(Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas\) \(Mayo 2020\).](#)

[Global Structured Finance Rating Criteria \(Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas\) \(Mayo 2019\).](#)

[Bank Rating Criteria \(Metodología de Calificación Global de Bancos\) \(Febrero 2020\).](#)

[Non-Bank Financial Institutions Rating Criteria \(Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias\) \(Febrero 2020\).](#)

[Infrastructure and Project Finance Rating Criteria \(Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos\) \(Marzo 2020\).](#)

[Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria \(Diciembre 2019\).](#)

[National Scale Ratings Criteria \(Metodología de Calificaciones en Escala Nacional\) \(Julio 2018\)](#)

[Fitch's Foreign-Currency Stress Assumptions for Residual Foreign-Exchange Exposures in Covered Bonds and Structured Finance \(Julio 2019\)](#)

## Contactos

Greg Kabance  
+1 312 368 2052  
[gregory.kabance@fitchratings.com](mailto:gregory.kabance@fitchratings.com)

Markus Papenroth  
+44 20 3530 1707  
[markus.papenroth@fitchratings.com](mailto:markus.papenroth@fitchratings.com)

Alejandro García García  
+1 212 908 9137  
[alejandro.garcia@fitchratings.com](mailto:alejandro.garcia@fitchratings.com)

James Watson  
+7 495 956 6657  
[james.watson@fitchratings.com](mailto:james.watson@fitchratings.com)

Glaucia Calp  
+57 1 484 6778  
[glaucia.calp@fitchratings.com](mailto:glaucia.calp@fitchratings.com)

procesando flujos financieros para que se genere colateral y flujo de efectivo para el servicio de deuda. Los riesgos operacionales y financieros, la calidad crediticia general y, por lo tanto, la IDR en ML son buenos representantes del perfil de riesgo de generación futura de una compañía. Sin embargo, la IDR en ML de un originador podría no ser el tope para la calificación de la transacción.

Una vez que la IDR en ML del originador se establece, el análisis considera otros factores relevantes, como el riesgo de la GCA de la línea de negocios bursatilizada, los atributos y características de las cuentas por cobrar futuras, el nivel de cobertura de deuda, la mejora estructural y la protección legal para los tenedores de bonos. Fitch consultará la IDR en moneda extranjera (ME) del originador si el originador no tiene IDR en ML. Tal como se describe a continuación, para ciertas transacciones respaldadas por regalías de petróleo y gas, la calidad crediticia del originador no se utilizará para anclar la calificación de la transacción.

## Evaluación de Negocio en Marcha

El repago de los bonos tipo flujos futuros depende de la generación continua de cuentas por cobrar de los originadores. Si el originador cesa su operación, la deuda de flujos futuros entrará en incumplimiento. Para capturar el riesgo de negocio en marcha, asociado con una línea de negocios bursatilizada en una transacción de flujos futuro, Fitch usa la puntuación de la GCA. La pregunta principal abordada en la puntuación de la GCA es la probabilidad de que el corporativo, proyecto de infraestructura o la institución financiera sean liquidados si incumplen con las obligaciones financieras. La puntuación de la GCA supone un incumplimiento del originador; por lo tanto, no necesariamente cambiaría cuando la IDR de la entidad originadora cambiara. [Ver el Apéndice A para más detalles respecto a la puntuación de la GCA].

Fitch usa la puntuación de la GCA como insumo principal para la calificación de transacciones de flujos futuros. El alza sobre el *notching* máximo permitido por la puntuación de la GCA proporciona un tope para las calificaciones de transacciones de flujos futuros. Sin embargo, otros factores de riesgo pueden bajar la calificación de la transacción por debajo de la calificación equivalente a la puntuación de la GCA.

- GC4 – cero *notches*.
- GC3 – hasta dos *notches*.
- GC2 – hasta cuatro *notches*.
- GC1 – hasta seis *notches*.

Fitch ha observado varios casos en los que compañías o bancos incumplieron sus obligaciones financieras y, aun así, continuaron operando líneas de negocios específicas bursatilizadas. Es probable que el motivo de esto sea que dicho banco o compañía es crucial para la economía del país donde se ubica, que existe un poderoso interés económico o que la línea de negocio generadora de flujo de efectivo en cuestión es rentable y deseable. Algunos ejemplos históricos de compañías que han continuado operando después del incumplimiento son aquellas con estatus de monopolio, bancos de primer nivel, compañías estatales, compañías intensivas en capital con activos de uso limitado, operadores aéreos con estatus de operadores nacionales y compañías que operan en un régimen de quiebras incierto con derechos de acreedor limitados.

La mayoría de las compañías del sector privado muestran las características presentadas en la tabla al final del Apéndice A y, por lo tanto, es probable que reciban una puntuación de la GCA entre GC4 y GC2. En cambio, es probable que la mayoría de las puntuaciones GC1 sean asignadas a las compañías de monopolio, empresas líderes en infraestructura o bancos de primer nivel sistémicamente importantes.

Si bien la puntuación de la GCA sirve como una valoración general del riesgo de desempeño de la compañía, una entidad corporativa puede no bursatilizar las líneas de producto principales que son fundamentales para el negocio. Por lo tanto, la puntuación de la GCA asignada a las entidades corporativas y empresas de infraestructura deberá también abordar la fuerza de la línea del negocio que está siendo bursatilizada. Por otra parte, los negocios de remesas están generalmente bien integrados a las actividades generales del banco y, por lo tanto, no existe

diferenciación en la puntuación de la GCA asignada al banco o a una línea de negocio en particular para las operaciones de DPR.

Los equipos de calificación de Fitch de finanzas corporativas, infraestructura global o instituciones financieras determinan la puntuación de la GCA con el fin de asignar una calificación de flujos futuros. Por lo tanto, la puntuación de la GCA no se asignará a instituciones financieras, entidades corporativas o proyectos de infraestructura que no originen transacciones de flujos futuros. La puntuación de la GCA para una entidad originadora específica se publicará en el informe de calificación de la transacción para esa emisión en particular.

### Limitaciones de *Notching* Adicionales

El máximo nivel de *notches* se aplicará únicamente a transacciones de originadores calificados en el extremo inferior de la escala de calificación, es decir, una entidad no-grado de inversión. Estas entidades son más propensas a incumplimiento de corto plazo y Fitch tiene mayor visibilidad sobre el posible resultado de cualquier escenario de incumplimiento o quiebra. Esta mayor previsibilidad permite diferenciales de *notching* más grandes. Para originadores con calificaciones más altas, Fitch calibrará el alza de *notching* conforme la posibilidad de quiebra se aleja y la previsibilidad del resultado es más incierto, de tal manera que el alza para entidades en categoría BBB y A está limitada de tres a dos *notches*.

Fitch puede calibrar también el diferencial de *notching* entre la IDR en ML del originador y la calificación de flujos futuros cuando la IDR en ML de la institución financiera sea impulsada por el soporte de la matriz y la puntuación de la GCA también se beneficie de dicho soporte.

### Alza de *Notching* a partir de la IDR en ML

La puntuación de la GCA sirve como un límite. Otros factores de riesgo abordados a continuación pueden llevar a una calificación por debajo de la calificación máxima alcanzable.

### Deuda de Flujos Futuros Respecto al Balance General

Una consideración importante en relación con el diferencial de *notching* entre la IDR del originador y el tope de escalonamiento (*notching cap*) es el tamaño relativo de la deuda de flujos futuros en relación con el perfil de pasivos general de la compañía; y, en el caso de los flujos futuros financieros, el índice de deuda de flujos futuros para financiamiento no basado en depósitos. Si la deuda de flujos futuros se vuelve una fuente significativa de financiamiento para una entidad, Fitch calibrará el diferencial de escalonamiento de la IDR en ML del originador y la calificación máxima alcanzable dictada por la puntuación de la GCA. Por consiguiente, la calificación de la deuda de flujos futuros podría estar al mismo nivel o muy cerca de la IDR en ML del originador.

Para que la transacción se califique al alza máxima, la deuda bursatilizada debe ser pequeña y la transferencia de cuentas por cobrar al vehículo emisor debe lograrse a través de una estructura legal robusta. Fitch analizará el perfil de deuda general de la entidad originadora y determinará cómo las diversas formas de deuda pueden impactar el repago de la deuda de flujos futuros.

Cuando se evalúa la relación de deuda de flujos futuros respecto al financiamiento total para los emisores bancarios, Fitch considera que un rango de 5% a 10% es lo suficientemente pequeño para permitir calificaciones de flujos futuros financiero hasta por el alza máxima indicada por la puntuación de la GCA. Fitch también considerará el nivel de deuda de flujos futuros relativo a otro financiamiento no basado en depósitos. Fitch no permitirá el alza máxima para un originador que tenga una deuda de flujos futuros mayor que el 30% del financiamiento no basado en depósitos general.

Para emisores corporativos o de infraestructura, Fitch considera una proporción de deuda de cuentas por cobrar futuras y pasivos totales dentro de un rango de entre 10% y 20%, lo suficientemente pequeña para permitir calificaciones de flujos futuros hasta el alza máxima a la cual se traduciría la puntuación de la GCA. Un índice de 20% a 50% se considera promedio y permitiría calificaciones de uno o dos *notches* sobre la IDR en ML de la compañía. Para deuda de flujos futuros mayor de la mitad del pasivo total de la compañía, Fitch probablemente no diferenciaría la transacción de flujos futuros de la IDR en ML. En estos casos, Fitch siempre

analizará los posibles beneficios que la estructura trae para la calidad de la compañía y podría permitir alguna diferenciación.

### **Evaluar la Volatilidad de las Cuentas por Cobrar Futuras**

Otros factores relevantes incluyen las características y la calidad de las cuentas por cobrar, ya que estas determinarán la volatilidad de las cuentas por cobrar futuras. Fitch estudia la estabilidad histórica de las cuentas por cobrar. Aunque la historia por sí sola no puede usarse para predecir el flujo futuro de las cuentas por cobrar, los patrones históricos pueden brindar una buena aproximación. Cuando los datos históricos ilustran una volatilidad alta en el volumen generado de cuentas por cobrar, esto provocará preocupación por la capacidad del originador de generar flujos suficientemente estables. En consecuencia, Fitch podría bajar el número de *notches* disponibles para el alza de la IDR en ML del originador.

Fitch analizará las cuentas por cobrar para evaluar los riesgos a los que dichas cuentas están más expuestas. El flujo futuro financiero y las cuentas por cobrar de flujo futuro relativas a corporativos/infraestructura muestran características distintas y están expuestas a diferentes factores de riesgo. Mientras mayor sea la volatilidad en el volumen de flujo, menor será el número del diferencial del *notching* entre la IDR en ML del originador y la calificación de la bursatilización. Las cuentas por cobrar de flujos futuros corporativas están, por lo general, expuestas a riesgo de producto y precio. Fitch revisará los atributos del producto para determinar si el producto tiene un perfil de demanda estable o en aumento y si es, por lo tanto, capaz de producir un flujo de efectivo consistente. Fitch también considera la volatilidad del precio del producto en cuestión mediante la observación de los movimientos de precio históricos; una mayor volatilidad daría como resultado un *notching* menor.

Los flujos futuros relacionados con infraestructura, tales como los originados por aeropuertos o puertos, pueden estar expuestos a riesgo de demanda. Para muchos servicios de infraestructura, un marco regulatorio o contractual establecerá la base sobre la cual se generen los ingresos, pero, hasta cierto punto, expondrá el servicio al riesgo de demanda. Algunos servicios de infraestructura tienen un monopolio en la provisión de servicios públicos esenciales y enfrentan competencia limitada. Otros enfrentan la competencia de servicios cercanos, aunque se haya otorgado el monopolio, lo que limita el escalonamiento al alza. El precio histórico y las tendencias de volumen se usan para evaluar la probabilidad de que el precio y el volumen se combinen para producir un flujo de efectivo constante; una mayor volatilidad daría como resultado un *notching* menor.

Las transacciones financieras de flujos futuros, como DPR y tarjetas de crédito, no tienen un riesgo de producto explícito. Los DPR están sujetos a un riesgo de volumen, ya que el monto de remesas en moneda extranjera puede variar con la economía general del país, el volumen de comercio con socios exportadores y el apetito de inversionistas extranjeros. El riesgo de volumen de una transacción DPR depende del tipo de remesas. Las remesas de los trabajadores y los flujos relativos a exportaciones se consideran fuentes estables de flujos. Los flujos de capital tienden a ser transacciones únicas en grandes cantidades y, por lo tanto, dan lugar a flujos volátiles. En algunos países, las órdenes de pago en moneda extranjera son iniciadas por los pagadores en los mismos países que los beneficiarios (es decir, flujos locales).

Desde el punto de vista de Fitch, estos flujos locales están sujetos a un riesgo alto de volumen, ya que es fácil para el gobierno ordenar a los negocios locales realizar operaciones en moneda local. Como resultado, Fitch no considera estos flujos locales en sus análisis. Las tarjetas de crédito pueden tener cierto nivel de riesgo de precio y de riesgo de tipo de cambio indirecto. Los precios de bienes y servicios en un país pueden aumentar y disminuir en relación con la volatilidad del tipo de cambio y esto puede afectar el nivel de cuentas por cobrar de tarjetas de crédito.

### **IDR Menos Relevantes en Bursatilizaciones de Flujos Futuros por Regalías de Petróleo y Gas**

Los flujos futuros también se pueden generar a partir de los pagos de regalías relacionadas con la producción de petróleo y gas. Las calificaciones de estas transacciones se basan en el riesgo del precio y el perfil de riesgo de producción de los activos subyacentes o la capacidad de la contraparte de realizar estos pagos de regalías.

A diferencia de otras transacciones de flujos futuros, la calidad crediticia del vendedor u originador es un factor secundario. Si la generación futura de los flujos puede continuar sin interrupciones significativas y estar protegida legalmente de la quiebra del vendedor u originador, Fitch no utilizará la puntuación de la GCA para vincular directamente la calificación de la transacción con la IDR del vendedor u originador o productor. De manera similar a la GCA, Fitch analizará si los flujos de efectivo son suficientes para cumplir con los pagos del servicio de la deuda durante el período de duración de la transacción [Consulte el Apéndice C para obtener más detalles].

### Exposición Concentrada — Riesgo de Pagador o Banco Corresponsal

Las entidades que acuerdan enviar flujos de efectivo a una cuenta de cobranza pueden variar, dependiendo del tipo de transacción de flujos futuros. Las transacciones de cuentas por cobrar de exportaciones obligan al importador a hacer estos pagos. El emisor de una transacción de flujos futuros financiero que involucre tarjetas de crédito sería American Express, Visa o MasterCard. En una transacción DPR, el banco corresponsal firma los acuerdos de N&A para remitir pagos en la cuenta de cobranza fiduciaria.

Todos los tipos de transacciones de flujos futuros muestran cierta exposición concentrada a pagadores/beneficiarios grandes, bancos corresponsales o sectores industriales. A diferencia de bursatilizaciones de activos existentes tradicionales, el incumplimiento de un pagador/banco corresponsal causará una disrupción a la transacción, pero el impacto podría ser limitado, ya que nuevas cuentas por cobrar se venden continuamente; además, cesarían las nuevas ventas a un cliente en incumplimiento y se reemplazarían con un cliente diferente. Sin embargo, la exposición a emisores grandes individuales o a emisores en una sola o en muy pocas industrias, probablemente aumentará la volatilidad de los flujos.

Fitch analizará cualquier forma de riesgo de concentración en una transacción de flujos futuros. La mayoría de las transacciones de flujos futuros tienen un índice de DSCR alto que ayuda a absorber cualquier pérdida de flujo de pagadores grandes y mitigar la exposición a una sola industria o a un solo factor de riesgo. Algunas transacciones también se benefician de mecanismos que permiten la sustitución de un pagador o banco corresponsal. Si la exposición a un pagador/banco corresponsal grande no puede mitigarse, entonces la calificación de la transacción se limitará a la calidad crediticia de dicha entidad.

### Índice de Cobertura del Servicio de la Deuda

Fitch mide el índice de DSCR como las cuentas por cobrar o las cobranzas para un período específico dividido entre el servicio de deuda máximo (el cual incorpora el estrés de tasas de interés, conforme a la metodología Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria, proporcional a la categoría de calificación) a lo largo de la vida de la transacción para un período específico (por ejemplo, flujo de efectivo trimestral sobre el servicio de deuda trimestral máximo). Mientras que el índice de DSCR es una consideración clave en el proceso de calificación, Fitch no deriva las calificaciones solamente basándose en estos niveles, ya que otros aspectos más cualitativos del análisis crediticio podrían también afectar las calificaciones.

Fitch evalúa el índice de DSCR con base en el volumen de flujo normalizado para los últimos tres a cinco años. Fitch analiza la estabilidad de las cuentas por cobrar mediante la evaluación del riesgo de producto, el riesgo de precio, el riesgo de volumen y el riesgo de deudor. Si se considera que los flujos están sujetos a un riesgo alto de volatilidad, un índice de DSCR alto podría mitigar el riesgo de una reducción en las cuentas por cobrar futuras. Un índice de DSCR alto mitigará hasta cierto punto cualquier posible disminución en los flujos, debido a asuntos como fluctuaciones de precio, fluctuaciones de volumen, la calidad crediticia de los pagadores/bancos corresponsales y la volatilidad de las tasas de interés. Los índices de DSCR, para una transacción de flujos futuros, pueden variar significativamente, dependiendo de diversas características presentes en la transacción.

Para transacciones con activos y características similares, aquellas con un índice de DSCR altos y estables bajo distintas pruebas de sensibilidad permitirán una diferencia de *notching* más alta entre la calificación de deuda de flujos futuros y la IDR en ML del originador que aquellas con un índice de DSCR bajo y volátil. Un índice de cobertura de deuda alto, como



resultado de un monto de servicio de deuda pequeño, también reduciría el incentivo para que el soberano o el originador interfirieran en la transacción.

En la siguiente tabla se muestran los niveles mínimos de DSCR para los diferentes tipos de transacciones de flujos futuros calificadas en las categorías BBB y A. Estos rangos de DSCR son una guía y no se pretende que sean prescriptivos. Los índices de DSCR más altos proporcionan una mayor resiliencia ante tensiones aplicadas, lo que permite alcanzar calificaciones más altas. Fitch consideraría niveles más bajos de índices de DSCR para categorías BB e inferiores.

Las coberturas de flujos futuros de regalías se abordan de manera diferente en relación con otros niveles de cobertura de flujos futuros, ya que solo son un porcentaje de los ingresos de una entidad en particular y no la línea de negocios completa. Las regalías por petróleo y gas se pueden agotar en la naturaleza, por lo que, si bien la información histórica es relevante, los perfiles de producción futuros del activo son más importantes cuando se prueban los niveles de DSCR.

Al calcular los índices financieros para la transacción, Fitch puede utilizar modelos de terceros provistos por el emisor o su agente. Para poner a prueba la sensibilidad de los índices de cobertura a una reducción en flujos y los detonantes (*triggers*) de transacción, Fitch aplicará una variedad de sensibilidades específicas a la transacción para poner a prueba una reducción en las cuentas por cobrar debido al precio, volumen, pérdida de emisores clave, participación de mercado, estrés soberano extremo y otros factores dependientes de las características de la transacción. Si bien el índice de DSCR es una consideración clave en el proceso de calificación, en la mayoría de las transacciones, el nivel de DSCR no es una restricción para las calificaciones, ya que los niveles son más que suficientes dentro de la mayoría de los escenarios de sensibilidad.

### Índices de DSCR Mínimos – Categorías de Calificación BBB y A

|   |               |
|---|---------------|
| Exportaciones de Materias Primas ( <i>Commodities</i> )     | 5.0x–6.0x     |
| Riesgo de Precio  | Alto          |
| Riesgo de Producto/Volumen                                  | Medio         |
| Riesgo de Emisor  | Bajo          |
| Exportaciones de Materias Primas con Cobertura de Precio    | 3.0x–4.0x     |
| Riesgo de Precio  | Bajo          |
| Riesgo de Producto/Volumen                                  | Medio/Alto    |
| Riesgo de Emisor  | Bajo          |
| Exportaciones de Materias Primas con Contrato de Suministro | 3.0x–4.0x     |
| Riesgo de Precio  | Alto          |
| Riesgo de Producto/Volumen                                  | Bajo          |
| Riesgo de Emisor  | Bajo          |
| Exportaciones Especializadas                                | 4.0x–5.0x     |
| Riesgo de Precio  | Medio         |
| Riesgo de Producto/Volumen                                  | Medio         |
| Riesgo de Emisor  | Medio         |
| Servicios de Agua/Electricidad                              | 3.0x–4.0x     |
| Riesgo de Precio  | Bajo          |
| Riesgo de Volumen   | Bajo          |
| Riesgo de Emisor  | Diversificado |

## Índices de DSCR Mínimos – Categorías de Calificación BBB y A (Continuación)

|   |                            |
|---|----------------------------|
| Empresas de Infraestructura                                       | 3.0x–5.0x                  |
| Riesgo de Precio  | Bajo/Medio                 |
| Riesgo de Volumen   | Bajo/Medio                 |
| Riesgo de Emisor  | Bajo/Medio                 |
| Cuentas por Cobrar de Aerolíneas                                  | 3.0x–5.0x                  |
| Riesgo de Precio  | Medio                      |
| Riesgo de Volumen/Corte en Rutas                                  | Varía                      |
| Riesgo de Emisor  | Bajo                       |
| Remesas Electrónicas (Derechos de Pago Diversificados)            | 20.0x–30.0x                |
| Riesgo de Volumen   | Depende del tipo de remesa |
| Remesa de Trabajadores  | Bajo                       |
| Relacionado con Exportaciones                                     | Medio                      |
| Entradas de Capital   | Alto                       |
| Exposición a Devaluación  | Bajo                       |
| Riesgo de Emisor  | Bajo                       |
| Cuentas por Cobrar de Tarjetas de Crédito                         | 4.0x–5.0x                  |
| Riesgo de Volumen   | Medio                      |
| Exposición a Devaluación  | Medio/Alto                 |
| Riesgo de Emisor/Riesgo de Banco Corresponsal                     | Bajo                       |
| Regalías Respaldadas de Petróleo y Gas (PDP) con Riesgo de Precio | 2.0x–4.0x <sup>a</sup>     |
| Riesgo de Precio  | Alto                       |
| Riesgo de Producto/Volumen  | Bajo                       |
| Riesgo de Deudor/Contraparte                                      | Bajo                       |
| Regalías Respaldadas de Petróleo y Gas (PDP) sin Riesgo de Precio | 1.3x–1.6x                  |
| Riesgo de Precio  | Bajo                       |
| Riesgo de Producto/Volumen  | Bajo                       |
| Riesgo de Deudor/Contraparte                                      | Bajo                       |

<sup>a</sup> Las coberturas pueden variar de acuerdo con la plataforma del precio del petróleo publicado por el grupo de finanzas corporativas de Fitch.

Fuente: Fitch Ratings.

## Consideraciones Específicas de la Escala Nacional

Al asignar una calificación en escala nacional a una transacción de flujos futuros, Fitch determinará el diferencial de *notching* de la IDR en moneda local considerando los supuestos divulgados en este reporte. A partir de la Tabla de Equivalencias de Escala Nacional pertinente descrita en la “Metodología de Calificación en Escala Nacional”, la cual se encuentra en el sitio web de Fitch, la agencia obtendrá y divulgará la calificación en escala nacional específica para la transacción. Sin embargo, el máximo diferencial de *notching* en la escala nacional se limitará a seis *notches* sobre la calificación en escala nacional de largo plazo del originador.

## Riesgo de Redireccionamiento/Desvío

La capacidad de una compañía o de un soberano de redireccionar los cobros o exportaciones puede clasificarse como un riesgo de redireccionamiento/desvío del pago, o bien, como un riesgo de redireccionamiento/desvío del producto/cliente. De igual forma, los flujos de efectivo relacionados con la DPR o a pagos de tarjetas de crédito podrían también ser redireccionados. Fitch analiza el riesgo redireccionamiento mediante la observación de los incentivos y la facilidad/capacidad con la que un gobierno o compañía podría interferir en la transacción.



Cuando un soberano está en incumplimiento, las posibles acciones podrían incluir restricciones en transferencias y conversiones de tipo cambiario, así como prohibiciones a entidades que mantienen flujos de efectivo offshore. Además, los exportadores podrían ser dirigidos a remitir recibos de vuelta al país. Fitch mide los incentivos del soberano para interferir en una transacción, observando el tamaño y cantidad total del flujo futuro de deuda dentro del país, así como el monto de recibos de divisas involucrados en la transacción específica. Fitch considera que un pago de deuda relativamente pequeño o un índice de cobertura alto es un elemento importante al mitigar incentivos de interferencia.

Si una transacción tiene un índice de DSCR de 10.0x, entonces únicamente 10% de las divisas cobradas offshore es usado para dar servicio a la deuda; el resto se regresa a la compañía originadora, proporcionando una divisa fuerte para el gobierno y, por ende, disminuyendo el riesgo de interferencia del gobierno. En cambio, si una entidad tiene una cobertura de servicio de deuda de 1.25x, entonces 80% del flujo de efectivo se cobra fuera del país (offshore).

Por lo general, Fitch opina que un negocio del sector público puede estar más expuesto a una posible interferencia soberana durante una crisis. El gobierno, como propietario de un negocio, es capaz de interferir en las actividades del negocio si es necesario. Por lo tanto, es más probable limitar el diferencial entre la calificación de la transacción y el techo país.

En transacciones DPR, los flujos pueden ser redireccionados por un soberano o un originador mediante el desvío de los cobros a bancos corresponsales que no firman un acuerdo N&A. Por consiguiente, los cobros no serán capturados por la transacción. El riesgo de redirección de producto se relaciona específicamente con transacciones de exportaciones. La redirección/desvío de producto/cliente es cuando una entidad vende su producto a clientes que no son parte de la transacción. El soberano o compañía dirigen el producto a clientes fuera de la estructura para reclamar el tipo de cambio que puede haberse perdido debido a los mecanismos de cuenta de cobranza.

La probabilidad de este riesgo varía por lo regular dependiendo del tipo de producto, que determina la posible base de clientes y el número total de clientes que han firmado los acuerdos de N&A. Por ejemplo, si el producto es muy específico, como ciertos tipos de petróleo crudo pesado, piezas de automóviles o vouchers de tarjetas de crédito internacionales, la base de clientes es muy limitada y es difícil entregar este producto a cualquier otro cliente. Si el producto es oro o cualquier otro tipo de materia prima mundial, el número de compradores potenciales es enorme y sería imposible hacer que todos los posibles clientes firmaran contratos N&A.

Fitch declinará calificar una transacción de flujos futuros si el riesgo de redireccionamiento/desviación no está estructuralmente mitigado en la transacción.

### **Análisis del Grupo de Pares**

En el momento de analizar una transacción de flujos futuros, Fitch comparará transacciones con características de cuentas por cobrar similares y aquellas expuestas a factores de riesgo similares. Por ejemplo, se realizará una comparación entre pares en todos los programas de DPR calificados por Fitch a nivel mundial, teniendo en cuenta los factores idiosincrásicos de cada país. En particular, Fitch comparará la posición de mercado, la puntuación de la GCA, la estabilidad y composición de los flujos, la composición de los pagadores/bancos corresponsales y el rango del índice de DSCR en varios escenarios. Para las transacciones que se originaron en el mismo país, Fitch evaluará aún más el tamaño de la deuda de DPR con el financiamiento a largo plazo del originador y la fuente total de financiamiento no basado en depósitos.

Se emitirán opiniones pertinentes respecto a cómo se realiza una transacción en varios escenarios cuando se reduce el nivel de las cuentas por cobrar futuras y el impacto en el índice de DSCR.

## **Otras Consideraciones de Calificación**

### **Detonantes**

Las transacciones de flujos futuros estándares contienen eventos detonantes específicos que aceleran la amortización de la transacción o que obligan al originador a volver a comprar las

cuentas por cobrar. Fitch no calificará una transacción, sin dichos detonantes. Los detonantes pueden requerir que el fiduciario capture todo el efectivo generado a partir de los flujos durante la incidencia de ciertos eventos. Dichos eventos pueden incluir el deterioro en el volumen de las cuentas por cobrar, violaciones de acuerdos y representaciones y garantías del originador, o acciones del gobierno que afecten negativamente la transacción.

Estos detonantes brindan señales de alerta temprana respecto al desempeño de las cuentas por cobrar. Si bien estos detonantes brindan un cierto grado de poder de negociación para los acreedores, en la mayoría de los casos no cumplen con el propósito de pagar por adelantado la transacción. Si todos los flujos de efectivo estuvieran capturados (trapped), esto causaría un evento de liquidez extraordinaria que podría afectar aún más las capacidades de producción de la compañía. Con más frecuencia, Fitch ha visto estos detonantes actuar como una señal de alerta temprana en transacciones y los inversionistas de flujos futuros, por lo regular, han permitido que algunas de estas cantidades captadas se regresen a la entidad originadora. Por lo tanto, en la mayoría de las transacciones, estos eventos detonantes únicamente capturan una porción de los cobros, en lugar de 100% de ellos.

### Acuerdos de Aviso y Confirmación

Los acuerdos de N&A son componentes importantes de las transacciones de flujos futuros, ya que los pagadores que firman los acuerdos N&A están obligados a pagar en la cuenta de cobranza de la transacción. Fitch no asignará una calificación a una transacción sin avisos o acuerdos de N&A vinculantes que instruyan a los pagadores a realizar el pago. Estos contratos ayudan reducir el riesgo de redireccionamiento del soberano y originador. Los acuerdos de N&A vinculan de manera efectiva a un pagador/banco corresponsal con la transacción, mediante la creación de un recurso en el caso de que esta entidad participe en el desvío del flujo de efectivo.

Fitch evalúa si los acuerdos de N&A son de naturaleza general, para que abarquen una variedad de circunstancias. El acuerdo debe, en general, identificar las cuentas por cobrar para que no haya duda de que el cliente debe hacer los pagos en la cuenta de cobranza de la transacción. Además, los acuerdos N&A más fuertes contienen terminología de sucesor para que los pagadores/bancos corresponsales continúen pagando en las cuentas administradas por el fiduciario, incluso si hay un cambio de propiedad.

Cuanto más enérgico el lenguaje en estos contratos, más difícil es para el soberano o la compañía obligar a sus clientes a reorientar pagos.

### Consideraciones Legales

Uno de los elementos clave en el análisis legal de Fitch de transacciones de flujos futuros transnacionales se refiere a los derechos del fideicomiso sobre las cuentas por cobrar. Las opiniones legales son normalmente proporcionadas por el departamento jurídico en la jurisdicción del originador, cualquier ubicación offshore en la que se encuentre un vehículo de propósito especial (SPV, por sus siglas en inglés) y las jurisdicciones en las que se ubique el fideicomiso.

Fitch espera que las opiniones legales confirmen los aspectos legales de la transacción que son relevantes para el análisis de la agencia. Normalmente, se proporcionan opiniones legales que confirman que los flujos de efectivo derivados de los activos o cualquier otra parte de la transacción relevante no serán deteriorados o reducidos. Dependiendo de la estructura legal de la transacción, Fitch espera ver opiniones que aborden, entre otras cosas: el aislamiento de los activos del riesgo de quiebra/insolvencia del originador; el otorgamiento de interés de seguridad perfeccionado para beneficio de los tenedores de bonos; y el estatus fiscal del SPV emisor, ya sea como entidad fiscal neutra, o si el emisor del SPV es gravable, la naturaleza y el monto de dichos impuestos; y la legalidad, validez y aplicabilidad de los acuerdos y notas.

Para más información respecto a las consideraciones legales, por favor vea la “Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”.

### Sensibilidad de la Calificación

Las variables más importantes que afectan las calificaciones de flujos futuros son los cambios en la calidad crediticia específica de la compañía originadora, la puntuación de la GCA de la

compañía, la calificación soberana del país en el que el originador está establecido, el cual se considera para la asignación de la IDR de la compañía originadora y los cambios en su índice de DSCR. Si bien este índice es un insumo clave dentro de la calificación, los niveles son normalmente más que suficientes y, por lo general, no restringen la calificación del flujo futuro. En el momento de considerar las transacciones de regalías respaldadas por petróleo y gas, las variables más importantes que afectan las calificaciones incluyen los cambios en la producción, el precio y el riesgo de contraparte.

Para probar la sensibilidad del nivel de cobertura frente a una reducción en los flujos y una activación de detonantes, Fitch aplicará una variedad de sensibilidades específicas para la transacción, de manera que pueda medir el efecto que tendría una reducción en los recaudos generada por variaciones en el precio, volumen, pérdida de deudores clave, participación de mercado, tensión soberana muy alta y otros factores dependientes de las características de la transacción. Aunque el índice DSCR es una consideración clave en el proceso de calificación, en la mayoría de las transacciones, el nivel de DSCR no limita las calificaciones, dado que este es suficiente para la mayoría de los escenarios de la sensibilidad.

La tabla a continuación muestra algunas sensibilidades respecto a estos factores. El traspaso de una transacción incluiría una divulgación similar para los factores que conducen a la calificación.

### Análisis de Sensibilidad para una Transacción de DPR con Calificación de BBB

| Supuestos  | Calificación DPR | Notas   |
|--|------------------|---|
| Supuestos Clave del Escenario  |                  |   |
| Puntaje GCA: GC2   | BBB              | Una puntuación de GC2 permite un alza de hasta cuatro <i>notches</i> ; comenzará con tres <i>notches</i> al inicio de este escenario.   |
| IDR de Largo Plazo en Moneda Local del Banco: BB   |                  |   |
| Techo País: BB+  |                  |   |
| Calificación del Soberano: BB  |                  |   |
| DSCR actual: 20x   |                  |   |
| Escenario de Sensibilidad 1: Cambio en la IDR de largo plazo en moneda local del banco               |                  |   |
| Cambio en la IDR de largo plazo en moneda local del banco a BBB                                      | A–               | Para originadores con grado de inversión, Fitch limitará el alza de <i>notches</i> a dos o tres <i>notches</i> (en este caso, dos <i>notches</i> ).                             |
| Cambio en la IDR de largo plazo en moneda local del banco a B  | BB               | A medida que la IDR del banco baja en la escala de calificación, se puede apreciar mejor el resultado, lo que permite un alza máxima (en este caso, tres <i>notches</i> ).      |
| Escenario de Sensibilidad 2: Cambio en la puntuación de GCA  |                  |   |
| GCA cambia a GC1   | BBB+             | El alza por encima de la IDR del banco es de máximo seis <i>notches</i> ; limitado a cuatro <i>notches</i> por el comité de calificación.                                       |
| GCA cambia a GC3   | BBB–             | El alza por encima de la IDR del banco se limita a dos <i>notches</i> a GC3.  |
| Escenario de Sensibilidad 3: Cambio simultáneo de GCA e IDR de largo plazo en moneda local del banco |                  |   |
| GCA cambia a GC1 y la IDR del banco cambia a BBB   | A                | El alza por encima de la IDR del banco es potencialmente hasta seis <i>notches</i> , pero se limita a tres <i>notches</i> dado que la IDR del banco está en grado de inversión. |
| GCA cambia a GC3 y la IDR del banco cambia a B   | BB–              | El alza en la IDR del banco se limita a dos <i>notches</i> .  |

## Análisis de Sensibilidad para una Transacción de DPR con Calificación de BBB

| Escenario de Sensibilidad 4: Cambio en flujos (lo demás permanece igual) |     |   |
|--|-----|---|
| DSCR > 30x   | BBB | Sin cambios   |
| DSCR < 5x  | BB  | La calificación se establece de acuerdo con la IDR del banco (bajo el supuesto de que el tenedor tenga recurso hacia el banco). |

GCA – evaluación de negocio en marcha; *going concern assessment*. DSCR – índice de cobertura de servicio de deuda; *debt coverage service ratio*.

Fuente: Fitch Ratings

## Divulgación de la Transacción

Cuando una transacción no alcanza el alza máxima permitida bajo la metodología, Fitch revela la justificación de la calificación para cualquier *notching* en el comentario de acción de calificación y el informe de la transacción.

Fitch divulgará en el comentario de la acción de calificación y el informe de calificación los escenarios de sensibilidad realizados en la cobertura del índice de DSCR.

## Divulgación de la Metodología

Fitch espera divulgar, en sus comentarios de acción de calificación o reportes de preventa, supuestos de caso base y el fundamento para cualquier ajuste en el caso base o en los supuestos del flujo de efectivo. Aunado a esto, Fitch divulgará cualquier variación en la metodología (como se menciona en la sección de “Variaciones Metodológicas”). En muchos casos, Fitch utiliza para las revisiones de seguimiento los supuestos que derivaron del análisis inicial. Para que los comentarios de acción de calificación de Fitch se enfoquen en los cambios más importantes en la calificación, la agencia no divulgará estos supuestos en comentarios de acción de calificación subsecuentes, a menos que exista un cambio en dichos supuestos.

## Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para ser utilizadas en conjunto con un juicio analítico experimentado ejercido a través del proceso de un comité de calificación. La combinación de criterios transparentes, un juicio analítico aplicado transacción por transacción o emisor por emisor, así como 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 una entidad en específico. A estos ajustes se les denomina variaciones. Todas las variaciones serán dadas a conocer en los respectivos comentarios de acción de calificación, 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 y la metodología aplicada para ello se incluya dentro del alcance de la metodología, pero el análisis descrito en la misma requiera modificarse con el fin de abordar factores específicos para la transacción o entidad específicas.

## Limitaciones

Las calificaciones de Fitch, Observaciones y Perspectivas, están sujetas a las limitaciones especificadas en las definiciones de las calificaciones de Fitch y disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/definitions>.

---

### Fuentes de Información

Las calificaciones de Fitch, al igual que los supuestos de calificación claves para la metodología, son informadas con base en el análisis de Fitch de los documentos de la transacción, datos de la transacción e información recibida por parte del originador y del asesor jurídico de la transacción, así como por el criterio analítico de Fitch.

## Apéndice A – Puntuaciones de la GCA

### Puntuación de la GCA Refleja el Riesgo de Desempeño

Las transacciones de flujos futuros dependen generalmente de la existencia continua del originador para garantizar el repago de los pagarés. La puntuación de la GCA mide la probabilidad de que un originador o, para ciertas entidades corporativas, una línea específica de negocio del originador, sigan en operación durante toda la vida de la transacción de flujos futuros, e incluye consideraciones como las fuentes de soporte, la importancia sistémica del originador en la economía y su capacidad de generación de divisas.

La puntuación de la GCA asignada a un originador evalúa el riesgo de desempeño de esa entidad. Ciertas entidades corporativas pueden no bursatilizar las líneas de producto centrales fundamentales para el negocio. La puntuación de la GCA debe, por lo tanto, también abordar la fortaleza de las líneas de negocio que están siendo bursatilizadas. Con ese fin, la puntuación de la GCA tiene por objeto reflejar la opinión de Fitch sobre el perfil de negocios de una compañía o empresa de infraestructura como negocio en marcha, específicamente en presencia del estrés financiero que pueda resultar en un incumplimiento de la deuda financiera de la entidad. Así como la puntuación de la GCA está destinada a reflejar una opinión concerniente a las operaciones de una entidad o línea de negocios en marcha, hay aspectos importantes que no pretende evaluar o medir. Sobre todo, la puntuación de la GCA no pretende reflejar la probabilidad de incumplimiento de la entidad respecto a sus obligaciones financieras, porque esto ya está totalmente reflejado en las IDR de la compañía.

### Definición de la Escala de la GCA

Las puntuaciones de la GCA únicamente se otorgan con el fin de asignar una calificación de flujo futuro. Por lo tanto, la puntuación de la GCA no se asignará a instituciones financieras, entidades corporativas o proyectos de infraestructura que no originen dichas transacciones. La puntuación de la GCA para una entidad originadora específica, se publicará en el informe de calificación de la emisión para esa emisión de flujos futuros en particular. La tabla a continuación resume el sistema de puntuaciones de la GCA de Fitch y sus definiciones relacionadas.

### Definición de la Puntuación de la GCA

|     |  |
|-----|--|
| GC1 | La operación continua del negocio en incumplimiento es casi segura o muy probable, con solo un elemento mínimo de duda presente.     |
| GC2 | La operación continua del negocio en incumplimiento es muy probable y anticipada, pero un elemento de duda está presente.            |
| GC3 | La operación continua del negocio en incumplimiento es menos probable, pero es posible, con un elemento importante de duda presente. |
| GC4 | La operación continua del negocio en incumplimiento es posible, pero muy dudosa, y la liquidación en quiebra parece más probable.    |

Fuente: Fitch Ratings.

La puntuación de la GCA asume un incumplimiento de la entidad relativamente alto; por lo tanto, no cambia automáticamente cuando la IDR de la entidad originadora cambia. La puntuación de la GCA es un insumo clave en las calificaciones de transacciones de flujos futuros, y el máximo alcanzable de calificación de la emisión de flujos futuros estará limitado a un nivel de cero a seis *notches* por encima de la IDR en ML de la entidad originadora, dependiendo de la puntuación de la GCA [Ver el texto principal de la metodología en la sección de la GCA].

La puntuación de la GCA pretende agregar mayor claridad reflejando los factores que apoyan la capacidad de supervivencia máxima de un negocio o línea de negocio como negocio en marcha, además de otros factores ya incorporados a la IDR en ML del originador. [Para obtener más información sobre los factores específicos que Fitch considera al asignar calificaciones a entidades corporativas, empresas de infraestructura y bancos, vea el estudio de Fitch: “Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas”, “Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos”, “Metodología de



Calificación Global de Bancos” y “Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias”].

### Determinación de la Puntuación de la GCA

Para determinar la puntuación de la GCA de una entidad, Fitch considera varios factores en su análisis. A continuación, se encuentra una explicación de qué factores considera más importantes, así como los aspectos clave de cada factor que se examina.

#### *Instituciones Financieras*

Las puntuaciones de la GCA de los bancos reflejan principalmente la opinión de Fitch respecto a la probabilidad de que un banco originador de flujos entre en la categoría de bancos de importancia sistémica o bancos patrocinados por el gobierno, que probablemente continuarán operando incluso después del incumplimiento. Cuando Fitch determine la importancia sistémica y/o política del banco con el objetivo de asignar la puntuación de la GCA, por lo general, se enfocará en la combinación de negocios del banco, la participación del mercado y franquicia, la estructura de propiedad y la importancia para el sistema de pagos.

Para que un banco que ha incumplido sus obligaciones permanezca en marcha, el regulador del banco debe decidir no liquidarlo. Además, los acreedores del banco deben decidir no declarar su quiebra o de alguna manera estar impedidos de hacerlo, aunque en la práctica es raramente en interés de los acreedores, declarar la quiebra de un banco, en casos en los que el regulador está dispuesto a tomar medidas para respaldar a la institución y mantenerla en marcha.

Un regulador bancario y otras autoridades de gobierno pueden decidir ofrecer asistencia selectiva en inyección de capital o liquidez (incluso si estas han sido insuficientes para evitar el incumplimiento del banco) o, como sucede a menudo cuando esa asistencia directa resulta económicamente difícil, tolerancia regulatoria que permita a los bancos continuar operando, aunque infrinjan las regulaciones cautelares. El banco puede beneficiarse también de un sistema legal y judicial que haría difícil en la práctica para los acreedores presentar reclamos en su contra, en especial, en casos en los que el banco en cuestión cuenta con el apoyo de las autoridades del país anfitrión.

La motivación de dicho apoyo probablemente surge del hecho de que el banco se considera importante para la economía del país, o de que es importante sistémicamente para el sector bancario. Las autoridades gubernamentales podrían ver la liquidación del banco, la cual involucraría una venta forzosa de sus activos y posiblemente grandes pérdidas para los acreedores, como una opción menos deseable que la continuación de sus operaciones, ya que la liquidación podría afectar la estabilidad del sistema bancario y/o requerir soporte gubernamental adicional más tangible para limitar las pérdidas de acreedores.

Es común que los bancos importantes, sistémicamente, continúen operando, ya que su operación continua es crucial para el mantenimiento del sistema de pagos que permite la continuidad del comercio diario. Además, un banco subsidiario puede seguir teniendo soporte de su matriz extranjera, por lo tanto, permanecería solvente y líquido, incluso en casos en los que el banco subsidiario haya incumplido como resultado de restricciones de pago impuestas por el soberano.

Por lo tanto, se considera que es probable que los bancos más grandes y más importantes sistémicamente dentro de un país y aquellos con una función política importante se beneficiarían de algún tipo de protección del gobierno y tendrían puntuaciones de la GCA en el rango de GC1 y GC2, lo que daría como resultado el *notching* más amplio posible entre la IDR en ML de los bancos y la calificación de flujos futuros. Dichas puntuaciones son típicas para bancos grandes, sistémicamente importantes en mercados altamente concentrados. Si existe un riesgo elevado de que el banco pueda ser liquidado en el caso de incumplimiento, entonces la puntuación de la GCA sería probablemente GC4, lo que generaría que no existiese un alza en la IDR en ML del banco.

Un banco con importancia sistémica moderada puede alcanzar las calificaciones de GC2 o GC3 (pero raramente GC1), si este es propiedad de una matriz con calificación alta y las IDR del banco subsidiario son limitadas por los riesgos del país local (específicamente, el riesgo de que el soberano local imponga restricciones de pago). Si Fitch considera que el banco subsidiario es de importancia estratégica para la matriz, y esta tiene una trayectoria sólida de respaldar sus

subsidiarias, entonces la agencia puede esperar que la matriz continúe proporcionando soporte suficiente que permita a la subsidiaria continuar en marcha.

### **Entidades Corporativas**

La puntuación de la GCA para un corporativo mide la capacidad y disposición de una entidad para mantener la producción en volúmenes suficientes necesarios para generar un nivel específico de flujo de efectivo de un activo en particular por un período definido. La puntuación de la GCA mide la probabilidad de que la compañía siga en operación a lo largo de la duración de la transacción de flujos futuros e incluye consideraciones como fuentes de soporte y la importancia sistémica de la entidad para la economía, tales como su fuerza laboral, base fiscal, importancia social o la capacidad general de la entidad de generar divisas. Las consideraciones adicionales incluyen el entorno competitivo, barreras de entrada, viabilidad económica, costo de producción en efectivo y demanda de producto y mercado.

Las categorías específicas usadas en este análisis se encuentran en la siguiente tabla, la cual enumera 10 atributos y puntuaciones asociadas con cada uno. Los candidatos GC1 tendrán puntuaciones altas en todas o la mayoría de las categorías. La mayoría de las entidades con puntuación GC1 son, por lo general, monopolios de importancia estratégica para el país y la economía. Una vasta mayoría de las entidades del sector privado tendrán puntuaciones GC2 y menores, dependiendo de las características calificadas en la tabla. El nivel de importancia y peso para cada categoría dependerá del tipo de entidad. Por ejemplo, varias categorías serán menos importantes para los monopolios que brindan servicios vitales para la economía, mientras que otras categorías podrían tener mayor peso cuando se analiza a una entidad del sector privado.

### **Empresas de Infraestructura**

La puntuación de la GCA para una empresa de infraestructura mide la capacidad y disposición de una entidad para mantener la provisión de los servicios de infraestructura relacionados en volúmenes necesarios suficientes para generar un nivel específico de flujo de efectivo de un tipo de activo, en particular por un período definido. La puntuación de la GCA mide la probabilidad de que la empresa siga en operación a lo largo de la duración de la transacción de flujos futuros e incluye consideraciones como el compromiso del gobierno y el soporte público, como lo indica la importancia sistémica para la economía y la sociedad del activo infraestructura, a nivel global y/o local o la capacidad general de la entidad para generar divisas.

Las consideraciones adicionales incluyen el entorno regulatorio, barreras de entrada o naturaleza esencial del sector, incluidos regímenes regulatorios o reglas específicas de la industria. La naturaleza de la demanda (esencial versus discrecional) también se analiza y se refleja en el análisis de generación de ingresos.

Las categorías específicas usadas en este análisis se encuentran en la siguiente tabla, que enumera cinco atributos y puntuaciones asociadas con cada uno. Los candidatos a la puntuación GC1 tendrán puntuaciones altas en todas o la mayoría de las categorías. La mayoría de las entidades GC1 son generalmente monopolios de infraestructura y esenciales para la economía; es probable que la infraestructura clave cuyo cese de operaciones pudiese conducir a una interrupción económica importante a nivel nacional tenga puntuación GC2. La infraestructura de nicho de propiedad privada tendrá puntuaciones GC3 y menores, dependiendo de las características calificadas en la tabla. El nivel de importancia y peso para cada categoría dependerá del tipo de entidad.

## GCA – Entidades Corporativas/Empresas de Infraestructura

| Puntuación | Estructura Industrial   | Importancia de Sistema para la Economía Local  | Barreras de Entrada/Salida  | Poder Relativo en la Cadena de Valor <sup>a</sup>  | Potencial de Crecimiento a Largo Plazo  |
|------------|---|--|---|--|---|
| GC1        | Infraestructura industrial de oligopolio/monopolio.   | El cese de operaciones podría llevar a una interrupción general de la economía a nivel nacional, sin acción correctiva en el futuro previsible.  | Barreras muy altas de entrada. Aparición de nuevos participantes significativos en el horizonte de calificación cercano a lo imposible.               | Posición dominante en la cadena de valor, con proveedores y clientes significativamente dispersos. Capaz de mantener la mayor parte del valor agregado en la cadena. | Fuerte potencial a largo plazo con crecimiento gradual y constante.   |
| GC2        | Número reducido de competidores con un líder claro/infraestructura de líder.                                    | El cese de las operaciones conduciría a una interrupción económica significativa a nivel nacional sin acción correctiva inmediata.               | Se requiere tiempo y compromiso financiero significativo para entrar a la industria de manera significativa.  | Poder de negociación más fuerte que proveedores y clientes.  | Fuerte potencial a largo plazo con crecimiento más volátil, o industria muy estable con crecimiento moderado, pero predecible sobre el horizonte de calificación. |
| GC3        | Mayor número de competidores con algo de trayectoria de disciplina de precios durante contracciones económicas. | El cese de operaciones llevaría a una interrupción económica significativa a nivel nacional o regional, sin ninguna acción correctiva inmediata. | Barreras de entrada moderadas. En general, los titulares están fuertemente posicionados, pero han surgido nuevos participantes exitosos en el tiempo. | Poder de negociación equilibrado relativo con proveedores y clientes.  | Industria Madura. Los mercados tradicionales pueden estar bajo algo de presión, pero surgen oportunidades en nuevos mercados.                                     |
| GC4        | Industria altamente competitiva con varios participantes de tamaño comparable.                                  | El cese de operaciones no llevaría a una interrupción económica significativa a nivel nacional o regional.                                       | No existe barrera para entrar/salir. El número de participantes de la industria sigue el ciclo.   | Proveedor y/o cliente más concentrado, con poder de negociación significativo.   | Industria en lento crecimiento.   |

<sup>a</sup>No se aplica a Empresas de Infraestructura.  
Fuente: Fitch Ratings.

## GCA – Entidades Corporativas/Empresas de Infraestructura

| Puntuación | Volatilidad de la Demanda   | Amenaza de Sustitutos <sup>a</sup>  | Participación de Mercado <sup>a</sup>   | Ventaja Competitiva <sup>a</sup>   | Eficiencia Operacional <sup>a</sup>                                    |
|------------|---|---|---|--|--|
| GC1        | Demanda altamente estable, incluso en crisis.                               | Sin sustituto. El producto es esencial para los clientes.                             | Líder de mercado en la mayoría de sus segmentos.  | Fuerte ventaja competitiva en costo, tecnología o marca que no puede ser imitada por los competidores en el horizonte de calificación. | El mejor en retorno en capital invertido.                              |
| GC2        | Por lo general, estable, de alguna manera sensible a los ciclos económicos. | Existen sustitutos, pero son de calidad fundamental más baja.                         | Uno de los tres participantes principales en la mayoría de los mercados, o líder en un nicho protegido y definido.                                      | Ventajas competitivas fuertes, pero más en riesgo de competidores.   | Retorno en capital invertido más alto que el promedio.                 |
| GC3        | Volatilidad de demanda en línea con los ciclos económicos.                  | Enfrenta sustitutos de calidad comparable, pero los costos de cambio son importantes. | Uno de los cinco participantes principales en la mayoría de los mercados, o líder en un nicho con cierta amenaza de sustitución dentro de la industria. | Algunas ventajas competitivas, con una sostenibilidad razonablemente buena.  | Retorno en capital invertido en línea con el promedio de la industria. |
| GC4        | Volatilidad de demanda incrementa ciclos económicos.                        | Enfrenta sustitutos de calidad comparable, con costos de cambio modestos.             | Predominantemente participante de segundo nivel.  | Ventaja competitiva modesta, si la hay. Sostenibilidad de largo plazo cuestionable.  | Rentabilidad pobre. No puede generar retornos para sus accionistas.    |

<sup>a</sup>No se aplica a empresas de infraestructura.  
Fuente: Fitch Ratings.

## Apéndice B – Tipos de Transacciones de Flujos Futuros

### Flujo Futuro Financiero

Las transacciones de flujos futuros financieros son normalmente emitidas por los bancos y garantizadas por los flujos de efectivo offshore generados a través de las diversas líneas de negocio de los bancos.

#### Remesas

Las remesas más comunes son transferencias electrónicas, generalmente referidas como DPR. Los DPR se originan de terceros pagadores, quienes desean realizar un pago por bienes y servicios, inversiones y otras actividades a los beneficiarios que tienen cuentas de depósito con el banco originador. Las órdenes de pago están denominadas en moneda extranjera, como dólares estadounidenses, euros y libras esterlinas, y se establecen offshore. Los DPR son el derecho bancario de órdenes de pago recibidas o por recibidas por el banco. Los pagos al banco que se relacionan con las órdenes de pago son propiedad del banco y no del beneficiario mencionado. El banco puede emitir valores de deuda respaldados por el flujo futuro esperado de los DPR.

#### Cuentas por Cobrar de Tarjetas de Crédito Internacionales

En una transacción de cuentas por cobrar de tarjeta de crédito típica, un viajero extranjero crea un voucher (o mensaje electrónico) cuando paga con su tarjeta de crédito bienes y servicios en un país. El comerciante en dicho país presenta el voucher o el mensaje electrónico se envía a un banco local. Este banco paga al comerciante el monto del voucher en moneda local y reenvía el voucher a Visa o MasterCard para su autorización y liquidación en dólares estadounidenses. El derecho del banco procesador de recibir cuentas por cobrar futuras por parte de Visa o MasterCard es el título para este tipo de transacción.

#### Riesgos del Soberano Asociados con los Flujos Futuros Financieros

Los riesgos de soberano de cada transacción de flujos futuros financieros varían dependiendo de sus características específicas. Por ejemplo, ciertas remesas y transacciones de tarjeta de crédito no implican la transferencia de bienes y servicios fuera de las fronteras; por lo tanto, es menos probable que sean afectadas por los controles de exportación. Por otro lado, las remesas relacionadas con las exportaciones son susceptibles a este tipo de controles. Además, las remesas que se relacionan con flujos de capital son altamente susceptibles a crisis dentro del entorno económico del soberano.

Dependiendo de la composición de los flujos de efectivo subyacentes, las cuentas por cobrar de las tarjetas de crédito pueden ser más susceptibles a agitaciones en el entorno del soberano. Este riesgo puede ser dual: los flujos relacionados con comercio y turismo pueden disminuir debido a conflictos civiles o al deterioro de las condiciones económicas y, como las compras se hacen *on-shore* y muchos bienes y servicios están cotizados en moneda local, estos flujos son más susceptibles a la devaluación. Este segundo efecto es de alguna manera mitigado por un aumento en la inflación y por el hecho de que algunos bienes y servicios, como hoteles, son cotizados en dólares estadounidenses.

Las remesas tienen un riesgo mayor de reorientación que los flujos relativos a las tarjetas de crédito. El riesgo de reorientación es el riesgo de que el banco local desvíe los flujos de transacción a bancos corresponsales que no participan en la transacción, que, a su vez, pueden remitir el pago directamente al originador y no al SPV. Este riesgo es más aparente en una transacción de remesa, ya que hay una variedad de posibles bancos corresponsales, mientras que en operación de tarjeta de crédito únicamente tiene un número limitado de posibles emisores (incluyendo Visa y MasterCard).

#### Cuentas por Cobrar de Exportaciones Futuras

Las transacciones de cuentas por cobrar de exportaciones de flujos futuros son garantizadas por los flujos adeudados de las ventas de exportaciones a emisores extranjeros, o a través de un intercambio establecido. Una transacción de flujos futuros de cuentas por cobrar de exportación típica ocurre cuando una compañía en un país de mercado emergente produce una exportación específica (por ejemplo, acero, petróleo o aluminio) y vende su producto a clientes (emisores) en países extranjeros. Los pagadores, a través de acuerdos N&A, se

comprometen a realizar sus pagos en cuentas bancarias dedicadas con un fideicomiso offshore. El fideicomiso retiene luego fondos para el servicio de deuda de la transacción y envía cualquier excedente de regreso con la compañía originadora. El flujo de efectivo de los pagadores al fideicomiso offshore es el flujo bursatilizado en esta transacción.

Existen variaciones legales dentro de las estructuras. Puede haber diferencias en la definición del activo, ya sea por cuentas por cobrar o por producto. También hay diferencias respecto a la fortaleza de un reclamo en un activo, sobre todo si ha sido vendido al fideicomiso o únicamente pignorado. Algunos ejemplos de variaciones estructurales incluyen notas de exportaciones garantizadas, ventas futuras de productos y venta directa de cuentas por cobrar futuras.

Las transacciones de cuentas por cobrar de exportaciones futuras también son propias de la bursatilización de flujos futuros en cuanto a que existe una variedad muy amplia de posibles activos que podrían conllevar riesgos únicos a la transacción.

### **Cuentas por Cobrar de Boletos de Avión Futuros**

En las bursatilizaciones de cuentas por cobrar de boletos de avión, el flujo futuro es el resultado de pagos hechos en las compras de boletos internacionales. Las ganancias en moneda fuerte de ventas realizadas en Estados Unidos o en otra jurisdicción extranjera se capturan offshore por la estructura antes de ser remitidas de regreso a la aerolínea. La mayoría de estas ventas son en efectivo o mediante tarjeta de crédito y se realizan en oficinas extranjeras de la aerolínea, agentes de viaje o internet. Sin importar el punto de venta, la mayoría de los boletos se organizan y liquidan a través de Airlines Reporting Corp. (ARC), el cual es un sistema global para todas las aerolíneas que facilita el proceso de transacción entre los operadores y los viajeros.

En el caso de compras de efectivo, ARC actúa como el pagador directo y después de firmar un acuerdo N&A, reenvía todas las ganancias directamente al fideicomiso offshore. Para compras con tarjeta de crédito, el voucher correspondiente se reenvía por ARC al banco de compensación. El banco de compensación, luego, envía el voucher a la red de pago de la tarjeta (MasterCard International, Visa International o American Express Co.) que, a su vez, está obligada a pagar el monto por cobrar en el fideicomiso offshore.

El colateral es normalmente definido en términos de los ingresos generados de las rutas internacionales específicas y únicamente de la venta de boletos que se realiza en ubicaciones extranjeras. En este sentido, una estructura asegura la creación de los flujos de efectivo offshore, un elemento clave para transacciones de flujos futuros. En algunos casos, el colateral no está restringido a rutas internacionales, pero puede incluir las rutas nacionales más fuertes también. Los flujos de efectivo, derivados de operaciones nacionales sin mecanismos de pago offshore, se encuentran generalmente restringidos por el techo país (country ceiling).

Los puntos clave en el análisis de calificación de Fitch incluyen:

- la probabilidad de que la línea aérea local continúe operando, vuele ciertas rutas internacionales y venda boletos en países extranjeros;
- la confiabilidad de ARC y las compañías de tarjetas de crédito extranjeras para cumplir con las obligaciones de pago con la línea de área local; y
- el entorno regulatorio y competitivo dentro del país local y para rutas internacionales.

### **Riesgo de Desempeño y GCA**

Al igual que otros análisis de flujos futuros, Fitch asignará una puntuación de la GCA a la aerolínea originadora, que es más una medición del riesgo comercial u operativo que del riesgo de pago financiero. La evaluación está basada en el hecho de que, en muchos países, el incumplimiento financiero de una aerolínea no conducirá a la liquidación. A pesar del incumplimiento de las obligaciones generales, siempre y cuando la aerolínea continúe realizando vuelos en las rutas internacionales bursatilizadas, las cuentas por cobrar se deben generar y ser controladas por la estructura de la transacción.

Para determinar la IDR en ML y la puntuación de la GCA, el grupo de finanzas corporativas de Fitch analiza los estados financieros, la experiencia directiva, el desempeño operativo, las posibles fuentes de soporte y las perspectivas del país y de la industria. Las calificaciones de

bursatilización de flujos futuros son más altas que las de las IDR en ML corporativas únicamente en los casos en los que la puntuación de la GCA es de GC3 o más alta y se utilice una estructura de venta real. Como todos los flujos futuros, el concepto de venta real debe validarse dentro de la ley local, confirmando que, bajo los escenarios de reorganización, siempre y cuando la cuenta por cobrar sea generada, ningún otro acreedor o compañía tendrá la capacidad de interferir en los flujos de efectivo bursatilizados.

### **Riesgo de Generación de Cuentas por Cobrar**

Un problema importante en una bursatilización de cuentas por cobrar es si la aerolínea es capaz de continuar produciendo los flujos de efectivo necesarios para cumplir puntualmente las obligaciones del servicio de deuda. Si bien la puntuación de la GCA aborda la capacidad de la aerolínea de permanecer en operación, no garantiza explícitamente que la aerolínea mantendrá elegibles las rutas internacionales que generan los flujos. Para determinar si los flujos de efectivo vendidos continúan siendo generados, Fitch considera la estabilidad histórica de los flujos de efectivo, la perspectiva de los flujos y la importancia para el país de que las rutas sean vendidas, la industria y las operaciones de la aerolínea. Durante períodos de tensión, aún se debe prever que la aerolínea genere los flujos de efectivo que se están vendiendo en la bursatilización.

### **Bursatilizaciones de Flujos Futuros Respaladas por Impuestos**

Los flujos futuros también se pueden generar por pagos de recibos de impuestos. Para estas transacciones, Fitch adopta un enfoque similar en su análisis al de transacciones de regalías y las calificaciones de estas transacciones se basan en el riesgo de generación potencial y están limitadas por la capacidad de la contraparte para seguir realizando estos pagos (generalmente una entidad soberana). Fitch no asignará una puntuación de la GCA al originador en estos casos, pero centrará su análisis en el riesgo de generación futura con base en el análisis de información histórica. Otros factores limitantes de estas transacciones incluyen el riesgo de desviación potencial, así como los índices de DSCR y el apalancamiento general.

### **Otras Transacciones de Flujos Futuros**

Además de los mencionados, se han completado otros tipos de bursatilizaciones de flujos futuros. Las transacciones de flujos futuros onshore han aumentado en los mercados de bursatilización locales. La mayoría de estas emisiones locales han bursatilizado pagos relacionados con servicios de agua y electricidad.

Algunos mercados locales han utilizado estructuras de flujos futuros para mitigar los riesgos corporativos. Estas estructuras pueden obligar legalmente a los emisores de la compañía a pagar en una cuenta de fideicomiso separada. Por lo tanto, cualquier problema relacionado con la disposición de la compañía para pagar su deuda, podría reducirse significativamente. La estructura proporcionará únicamente una diferenciación en la calidad crediticia cuando pueda proteger legalmente a los acreedores de flujo futuro y las compañías originadoras puedan demostrar que el riesgo de desempeño puede ser menor que el riesgo de incumplimiento de la compañía.

La mayoría de las transacciones han involucrado compañías de servicios de agua y electricidad, con originadores que se benefician del estatus de monopolio o riesgo bajo de liquidez. El análisis es similar a la calificación de una transacción de flujos futuros offshore, pero los riesgos del soberano son menos importantes, puesto que las transacciones se califican habitualmente por debajo de la calificación del soberano. Además, las transacciones de flujos futuros locales tienden a basarse en el consumidor, con carteras bien diversificadas. Los niveles de cobertura se determinan por caso y se analizan para garantizar que cubran de manera suficiente la posible volatilidad.



## Apéndice C – Bursatilizaciones de Flujos Futuros por Regalías de Petróleo y Gas

Las bursatilizaciones de flujos futuros por regalías de petróleo y gas están respaldadas por regalías u obligaciones de pago que surgen de la producción de petróleo y gas. Existe una variedad de métodos para crear regalías y transferir intereses económicos; dos de las formas más comunes son los intereses por regalías predominantes (ORRI, por sus siglas en inglés) y los pagos de producción volumétrica (VPP, por sus siglas en inglés). Otras formas pueden relacionarse más con los mecanismos de participación de utilidades o los intereses de trabajo no operados, pero estos tendrán una mayor variabilidad, debido a los costos de producción que pueden estar asociados a ellos.

Fitch analizará si los flujos de efectivo son suficientes para cumplir con los pagos de servicio de la deuda durante la vigencia de la transacción. Este análisis implica revisar la información histórica sobre los flujos de efectivo subyacentes y evaluar el riesgo de su generación futura. El riesgo de generación futura es analizado en conjunto con el analista del sector de infraestructura o corporativo pertinente mediante los informes de vida de la reserva e informes de ingenieros independientes en relación con la producción futura.

Las calificaciones de estas transacciones se basan en la producción potencial y el riesgo de generación y pueden estar limitadas por la capacidad del deudor o de la contraparte para continuar realizando los pagos de estas regalías. Otros factores limitantes incluyen la calidad crediticia del productor si se considera que es perjudicial para el riesgo de generación, la volatilidad potencial de los gastos y el apalancamiento, evaluado con referencia al índice de DSCR. Los umbrales de calificación son consistentes con otros productos de flujos futuros en las categorías BBB y A, debido a la exposición al riesgo operativo, volumétrico y de precio.

Se pueden considerar varios tipos de reservas en el momento de analizar una estructura basada en regalías; sin embargo, las calificaciones de grado de inversión solo se pueden lograr cuando la transacción está respaldada por las reservas de producción probada desarrollada (PDP, por sus siglas en inglés) y se espera que los flujos de efectivo se mantengan sin una inversión de capital significativa para el desarrollo. El tipo de producción de PDP está alineado con un perfil GC1, ya que la “operación continua del negocio es casi segura o muy probable, con solo un elemento mínimo de duda presente”; debido a que estos pozos ya no se encuentran en la fase de desarrollo, en consideración a que la mayoría de inversión de capital que se ha realizado y el precio del petróleo en equilibrio se basa en los costos de producción (costos de medio ciclo).

Las reservas sin producción probada desarrollada (PDNP, por sus siglas en inglés) y las probadas no desarrolladas (PUD, por sus siglas en inglés) se pueden incluir en las transacciones, pero el perfil de riesgo de producción relacionado con estas reservas es mucho más incierto. Además de los costos operativos futuros, los costos de desarrollo se deben incluir en el momento de considerar los niveles de equilibrio globales y, por lo tanto, la producción futura es más sensible al riesgo de precios. Para las transacciones que incluyen estas reservas, Fitch analizará, caso por caso, el riesgo de producción de acuerdo con las evaluaciones de costos desarrolladas por ingenieros independientes y analizará las características estructurales de cada transacción.

Fitch establecerá un caso base para los niveles de producción de la transacción específica. Este caso base se podría desarrollar en función de los aportes de expertos técnicos independientes que evalúan las operaciones y los recursos de producción. La industria del petróleo y el gas utiliza el análisis estadístico y las distribuciones de probabilidad para medir los pronósticos de la recuperación definitiva estimada de pozos. Se utiliza un escenario P90 para representar que existe, al menos, 90% de probabilidades de que las cantidades realmente recuperadas sean iguales o superiores a la estimación baja. Se utiliza el escenario P50 para representar que existe, al menos, 50% de probabilidades de que las cantidades realmente recuperadas sean iguales o superen la mejor estimación.

Fitch considerará la previsibilidad de la producción mediante el análisis de los escenarios P50 y P90 u otra información acerca de la proyección, proporcionada por el ingeniero independiente. Fitch realizará ajustes a los niveles de producción proyectados para alcanzar el

esperado por Fitch, analizando cualquier diferencia entre los P50 y P90, la volatilidad histórica y el número de años de operación del bien. Por lo general, los activos con varios años de datos históricos proporcionan pronósticos más precisos y la variación esperada se reduce a medida que se incorporan más datos.

Fitch aplicará un recorte adicional de entre 0% y 5% donde haya por lo menos dos años de datos históricos y, para las fuentes de producción más nuevas con datos históricos limitados, Fitch aplicará un recorte de entre 5% y 10%. También considerará la diversidad general dentro de la cartera en el momento de hacer este recorte. Respecto a los gastos, aunque no son tan importantes para los ORRI y los VPP que no están expuestos a gastos de producción, Fitch establecerá un nivel de gastos para el caso base mediante el uso de información histórica específica de la cartera, así como otros datos de costos proporcionados por el ingeniero independiente.

Muchas transacciones cubrirán todo o una parte del riesgo de precio asociado con el producto; sin embargo, los niveles de DSCR también se pueden utilizar para mitigar el riesgo de precio. Las transacciones que cubren la mayoría del riesgo de precio pueden alcanzar calificaciones de hasta A+, pero las transacciones con riesgo de precio sustancial estarán limitadas a BBB+ si el índice de DSCR mitiga este riesgo. En el momento de analizar el riesgo de precio, Fitch analizará el producto de referencia relevante y el diferencial del precio para el campo específico.

El apalancamiento se evalúa con referencia a los niveles de DSCR. Estos no se comparan con otras transacciones de flujos futuros, ya que estos solo son un porcentaje de los ingresos de una entidad en particular y no la línea de negocios completa. Los niveles de DSCR son más comparables con los índices de DSCR observados en el financiamiento de proyectos, pero los vencimientos generales de las regalías tienden a ser de cinco a diez años, lo que es más bajo que el financiamiento de proyectos. Además, los niveles de amortización se tienden a reestructurar para igualar la naturaleza de agotamiento del activo.

Los niveles de cobertura esperados podrían variar mucho dependiendo de cuánto se mitigará el riesgo de precio. Suponiendo que no exista un riesgo de precio y el riesgo de desviación sea limitado, las calificaciones BBB y A relacionadas al West Texas Intermediate (WTI) tendrán un índice de DSCR entre 1.3x y 1.6x, considerando los flujos de efectivo del caso base.

Fitch aplicará diferentes pruebas de tensión para ejecutar escenarios de sensibilidad que incluyen lo siguiente: 1) una reducción de entre 0 y 10% de la producción esperada por Fitch durante toda la transacción; 2) tensión de gastos de entre 0 y 10%; 3) tensión del precio considerando el precio menor de WTI de USD35 durante toda la transacción o un recorte de 20% aplicado al precio al contado (spot) del WTI. De manera similar para el gas, Fitch usará el precio menor de Henry Hub de USD1.80 (USD/miles de pies cúbicos) o 20% por debajo del precio actual spot de Henry Hub y entre 10% y 20% de tensión en el diferencial del precio. Estos niveles de estrés podrían ser mayores, dependiendo de la volatilidad histórica entre los factores. Fitch realiza una comparación entre pares y también evalúa los niveles de precios en equilibrio específicos para cada transacción al momento de asignar una calificación final.

## Ejemplo de Flujo de Efectivo Mensual de la Transacción WTI – ‘BBB’ con Tensión

|                                 | Caso Ingeniero<br>Independiente (IE) | Caso Base de Fitch | Prueba de Tensión  |
|---------------------------------|--------------------------------------|--------------------|--------------------|
| Servicio de deuda mensual (USD) | 2,500,000                            | 2,500,000          | 2,500,000          |
| Precio por barril (WTI) (USD)   | 55.00                                | 55.00              | 35.00 <sup>a</sup> |
| Diferencial de precio (USD)     | -5.00                                | -5.00              | - 6.00 (+20%)      |
| Producción (barriles por mes)   | 115,000                              | 109,250 (-5%)      | 103,500 (-10%)     |
| Ingreso mensual (USD)           | 5,750,000                            | 5,462,500          | 4,956,500          |
| Gasto mensual (USD)             | 2,100,000                            | 2,205,000(+5%)     | 2,415,000 (+15%)   |

## Ejemplo de Flujo de Efectivo Mensual de la Transacción WTI – ‘BBB’ con Tensión

|          | Caso Ingeniero<br>Independiente (IE) | Caso Base de Fitch | Prueba de Tensión |
|----------|--------------------------------------|--------------------|-------------------|
| DSCR (x) | 1.46                                 | 1.30               | 1.02              |

<sup>a</sup> 85% del volume de producción bajo el caso base con cobertura de USD55 por barril.

Fuente: Fitch Ratings

Fitch definirá su nivel de tensión para el nivel de calificación más alto que la transacción pueda alcanzar. Niveles inferiores de calificación se determinarán haciendo una interpolación entre el caso de tensión de Fitch y el caso base de Fitch. Estos incluirán tensiones relacionadas con producción, gastos, costos y diferenciales.

### Otras Consideraciones

Fitch evalúa la posible interferencia del gobierno o el originador en términos de los incentivos y la facilidad o capacidad de interferir. Aunque la mayoría de las transacciones están estructuradas para mitigar el riesgo de redireccionamiento o desvío, no se puede eliminar por completo la interferencia del soberano y del originador. Dependiendo de la calificación de la transacción y del soberano u originador, los índices de DSCR más altos pueden mitigar este riesgo o se puede limitar la calificación de la transacción.

El análisis legal de Fitch para las transacciones de regalías petroleras es coherente con el enfoque de flujos futuros en general, ya que el análisis se concentrará en el aislamiento de los activos del riesgo de quiebra o insolvencia del originador. El traspaso de derechos relacionado con las obligaciones de pago o regalías variará según el instrumento utilizado y la jurisdicción, el país o el estado si se encuentra en Estados Unidos.

### INFORMACIÓN REGULATORIA COLOMBIA

NOMBRE: Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros – Metodología de Sector Específico –

LINK DE PUBLICACION: <https://www.fitchratings.com/es/region/colombia/methodologies>

NÚMERO DE ACTA DE COMITÉ: 5894

FECHA DE APROBACION COMITE DE CALIFICACION: 28 de Mayo de 2020

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](http://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 afirmo 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".