Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria

Metodología Intersectorial

Tabla de Contenidos

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Marco de Consideraciones de Vinculación	2
Paso 1: Determinar si Existe Relación entre Matriz y Subsidiaria	3
Paso 2: Determinar las Fortalezas de Crédito Individuales	4
Paso 3: Análisis de los Factores de Vinculación	5
Divulgación	13
Variaciones Metodológicas	14
Limitaciones	14
Sensibilidades de Calificación	14
Fuentes de Información	14

Esta metodología es una traducción del documento titulado "Parent and Subsidiary Rating Linkage" publicada el 1 de diciembre de 2021.

Este informe actualiza y reemplaza la "Metodología de Vínculo entre Matriz y Subsidiaria" publicada el 29 de septiembre de 2020.

Metodología Relacionada

Corporate Rating Criteria (Metodología de Calificación de Finanzas Corporativa) (Octubre 2021)

Infrastructure and Project Finance Rating Criteria (Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos) (Agosto 2021)

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

Investment Holding Companies Rating Criteria (Metodología de Calificación de Compañías Holding de Inversión) (Noviembre 2021)

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

Public Sector, Revenue-Supported Entities Rating Criteria (Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público) (Septiembre 2021)

Analistas

Michael Weaver
+1 312 368 3156
michael.weaver@fitchratings.com

Rachel Chin
+44 20 3530 1629
rachel.chin@fitchratings.com

Alex Bumazhny
+1 212 9089170
alex.bumazhny@fitchratings.com

Danilo Quattromani
+39 02 879 087 275
danilo.quattromani@fitchratings.com

Alcance

Este informe describe la metodología que usa Fitch Ratings para asignar o monitorear las calificaciones internacionales de riesgo emisor (IDR; *issuer default rating*) o calificaciones nacionales de largo plazo para compañías no financieras vinculadas por una relación matriz y subsidiaria. También aplica para las IDR y calificaciones de emisión asignadas bajo la Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos.

Esta metodología complementa y se aplica en conjunto con la Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas para el sector corporativo, la Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público para el sector de finanzas públicas, y la Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos para el sector de infraestructura y financiamiento de proyectos.

El escalonamiento (*notching*) que aplicamos a los emisores calificados en escala nacional puede variar de esta metodología para conservar la categoría de riesgo dentro del país en cuestión después de considerar las relatividades nacionales. Consulte la Metodología de Calificaciones en Escala Nacional para obtener más detalles.

Esta metodología no se aplica a las calificaciones crediticias asignadas a entidades primarias cubiertas por la Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno (es decir, entidades de propiedad directa de auspiciantes gubernamentales). Sin embargo, las subsidiarias corporativas de entidades relacionadas con el gobierno (ERG) generalmente serán calificadas usando la metodología presente, sujetos a las limitaciones específicas detalladas en la página 13.

Cuando se aplica la metodología Investment Holding Companies Rating Criteria, la calificación de la matriz se asigna como sociedad inversora. En general, las entidades participadas (*investee*) calificadas bajo la metodología *Investment Holding Companies Rating Criteria* serán calificadas de manera independiente y no estarán sujetas a la provisión de esta metodología. Sin embargo, los principios de vinculación en esta metodología pueden usarse para calificar a la entidad participada de forma más cercana a la inversora, cuando una entidad participada más débil pudiera beneficiarse del apoyo implícito de la inversora o cuando una inversionista más débil tiene suficiente acceso y control sobre una entidad participada más fuerte.

Factores Clave de Calificación

La fortaleza del vínculo determina si el perfil crediticio consolidado o el perfil crediticio individual (PCI) es más o menos importante al momento de asignar la IDR. La matriz y la subsidiaria serán calificadas a nivel consolidado, independientemente de su PCI, si su vínculo es muy fuerte. Por otro lado, ambas entidades pueden calificarse con mayor separación si su vínculo es muy débil, en particular para las estructuras delimitadas (*ring-fenced*).

Relación de Vínculo de Matriz y Subsidiaria (VMS): Fitch determina si existe suficiente control por parte de la matriz para que se deba considerar el vínculo.

Calidad Crediticia Relativa: Comparamos el PCI de la matriz y su subsidiaria para determinar qué ruta y factores utilizar para determinar la vinculación.

Características de la Vinculación: Cuando la matriz es más fuerte, evaluaremos los incentivos legales, estratégicos y operativos para que la matriz apoye a la subsidiaria. Cuando la subsidiaria sea más fuerte, evaluaremos el nivel de acceso y control de la matriz sobre los recursos de la subsidiaria, y las disposiciones legales o reglamentarias de protección, que pueden impedir que la matriz más débil acceda al valor de la subsidiaria.

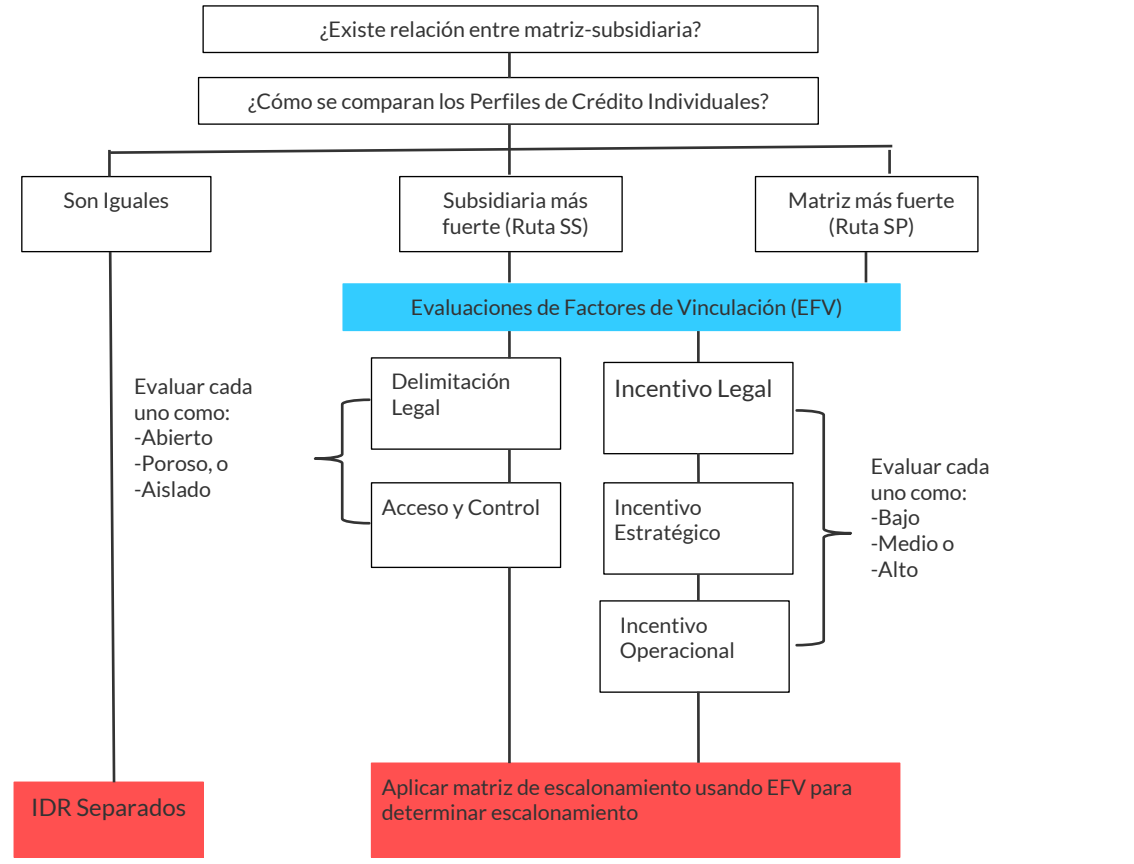
Ciertas consideraciones sólidas de factores legales, como las garantías, pueden ser más importantes que otros factores.

Marco de Consideraciones de Vinculación

La sección siguiente describe los pasos que toma Fitch para determinar si se vinculan o no las IDR de una matriz y su subsidiaria. Los pasos forman colectivamente un marco de consideraciones de vinculación (MCV). Los tres pasos son:

1. determinar si existe una relación matriz-subsidiaria;
2. comparar los PCI de la matriz y su subsidiaria, así como el perfil crediticio consolidado;
3. determinar la relación matriz y subsidiaria evaluando los factores de vinculación dependiendo dela ruta tomada.

Marco de Referencia de Consideraciones de Vinculación



Fuente: Fitch Ratings

Paso 1: Determinar si Existe Relación entre Matriz y Subsidiaria

Fitch examina la relación entre una matriz y su subsidiaria para identificar si la matriz tiene suficiente control para que exista dicha relación antes de determinar si las IDR de una matriz y su subsidiaria deben estar vinculadas.

La matriz se define como la entidad de mayor jerarquía del grupo con un control considerable sobre la gestión y la estrategia del mismo. Por esa razón, las sociedades controladoras intermedias (*intermediate holding companies*), sin operaciones o deuda sustancial, utilizadas por la matriz o sus subsidiarias significativas para mantener su participación, no serán consideradas como matriz, lo que significa que no consideraremos dichas entidades cuando apliquemos estos criterios.

El control suficiente se estipula típicamente por el hecho de que la matriz tiene el control económico o de voto mayoritario (directo o indirecto) sobre la subsidiaria, lo que normalmente también significaría que la subsidiaria está consolidada en los estados financieros del grupo de la matriz. La metodología también trata los escenarios de propiedad minoritaria de la misma manera cuando hay evidencia de control.

Una relación de asociada o de empresa conjunta (*joint-venture*) también puede calificar para la vinculación en el caso raro de que determinemos que es probable que un inversionista más fuerte respalde a una participada más débil en caso de requerirlo. Esto puede ocurrir debido a una inversión estratégica en tecnología nueva, un propietario minoritario con anticipación de incrementar progresivamente su participación u otras razones estratégicas o reputacionales.

Seguimos los pasos dos y tres del MCV para determinar el grado de vínculo apropiado cuando existe una relación de matriz y subsidiaria establecida. Calificamos a las entidades en función de sus PCI si no existe una relación y el MCV termina en esta etapa.

Vehículos de Financiamiento Exentos

Muchas empresas operan vehículos de financiamiento: empresas sin operaciones que se utilizan únicamente para emitir deuda que luego se pone a disposición de las partes operativas del grupo. Esto puede incluir entidades que existen únicamente para respaldar las funciones de tesorería del grupo, que no tienen operaciones.

Los vehículos de financiamiento generalmente están exentos del análisis de PCI y no se les asigna una IDR por separado. Cuando se asigna una, se igualará con la IDR de la entidad relevante dentro del grupo, incluso en ausencia de una garantía, donde el vehículo de financiamiento es reconocido por el mercado como uno de los principales vehículos emisores del grupo. La calificación del vehículo de financiamiento podría reducirse si asumiera riesgos sustanciales (por ejemplo, tipo de cambio) que no se transfirieran a las entidades operativas.

Otras Entidades o Vehículos Excluidos

Calificamos las entidades que son propiedad de vehículos de capital privado o inversionistas financieros similares, con base en los PCI y generalmente no asumimos una relación matriz-subsidiaria bajo estos criterios, porque:

- no se puede esperar en que dichos propietarios serán proveedores de apoyo financiero a largo plazo;
- la influencia de los propietarios de capital privado más débiles con un fuerte deseo de recibir efectivo normalmente se reflejaría en nuestros supuestos de dividendos y el reconocimiento de que los acreedores generalmente requieren protección mediante limitaciones de hacer y no hacer (*covenants*) con condiciones de pago restringidas cuando un emisor está controlado por propietarios de capital privado; y
- dichos inversionistas pueden ser agresivos en una de sus inversiones pero brindar apoyo en otra, lo que debilita el valor de cualquier respaldo sistemático o juicios restrictivos.

Se aplican razones similares para nuestra decisión de no dar beneficio por propiedad familiar. Fitch califica las estructuras legales, o combinaciones de estructuras legales, y no califica a los individuos privados ni a sus agrupaciones familiares.

Sobre esta base, la deuda de las entidades promotoras excluidas probablemente se excluiría del análisis de calificaciones bajo esta metodología. Sin embargo, la propiedad por parte de matrices o grupos excluidos, incluyendo las consideraciones de partes relacionadas, puede tener un impacto para una entidad calificada bajo los elementos relacionados con la política financiera y al gobierno corporativo contenidos en el Navegador respectivo para corporativos. Se adoptará un enfoque similar para las entidades de infraestructura según la *Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos*. De manera similar, nuestras proyecciones financieras pueden incluir supuestos sobre expectativas de dividendos u otros flujos de efectivo, basados en nuestro entendimiento de los requerimientos impuestos a la entidad calificada por su estructura de propiedad. Específicamente, en lo que respecta al pago en especie de compañía matriz (*holdco payment-in-kind*) y préstamos de accionistas en empresas, Fitch aplicará el Ajuste 7 de la *Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas*.

Niveles de Propiedad

Fitch no establece umbrales mínimos de propiedad ni cambia el nivel de soporte estimado en correlación directa con el porcentaje de propiedad. El grado en que la propiedad afecta el incentivo al apoyo, o el acceso al apoyo, se aborda completamente dentro de los factores MCV. No consideramos que la influencia del porcentaje de propiedad aumente consistentemente de forma lineal. Por ejemplo, una participación de 30% en una empresa que es fundamental para el crecimiento de una empresa matriz puede tener más probabilidades de atraer apoyo que una participación de 60% en una industria en declive de la que el emisor está estratégicamente desvinculado.

Paso 2: Determinar las Fortalezas de Crédito Individuales

Si Fitch determina que existe vínculo (según se define en el Paso 1), el siguiente paso es establecer una opinión preliminar del PCI relativo de la matriz y la subsidiaria utilizando los elementos relevantes de la *Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas* o la *Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos*.

Nuestra evaluación del PCI de una matriz comienza con el perfil consolidado del grupo (generalmente incluyendo la subsidiaria bajo consideración), ajustado por desconsolidación y otros ajustes de conformidad con el Ajuste 6 en la *Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas*. Dichos ajustes pueden incluir la desconsolidación de subsidiarias de servicios financieros o restringidas (*ring-fenced*). Se adopta un enfoque similar para las entidades de infraestructura bajo la sección de Estructuras de Emisores de la *Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos*.

Si los PCI son los mismos, las IDR de la matriz y la subsidiaria serán las mismas. No es necesario pasar a la ruta subsidiaria más fuerte (Ruta SS*; stronger subsidiary*) o la ruta de matriz más fuerte (Ruta SP: *stronger parent*) del MCV para las IDR idénticas en un grupo, aunque este análisis puede realizarse para determinar las sensibilidades de calificación en el caso de que cualquiera de los PCI de las entidades cambie.

La Ruta SS del MCV se utiliza para determinar el vínculo que existe si el PCI de la matriz se percibe más débil que el de su subsidiaria. La Ruta SP del MCV se utiliza si la matriz parece tener una calidad crediticia superior a la de su subsidiaria.

Al calificar las subsidiarias de ERG, el perfil crediticio de la matriz dependerá de si consideramos que el apoyo del gobierno fluirá hacia la subsidiaria. Si es probable que el apoyo del gobierno se extienda a la subsidiaria, el perfil crediticio de la matriz será la IDR de la matriz, incluido el respaldo. Si el apoyo no se extiende a la subsidiaria, la evaluación se basará en el perfil consolidado de la matriz sin apoyo. Este perfil crediticio resultante se utilizará para determinar si se sigue la Ruta SS o Ruta SP. Consulte la sección *Entidades Relacionadas con el Gobierno* en la página 11 para obtener detalles adicionales.

En esta etapa inicial, el rigor con el que se analizan los PCI de la matriz y la subsidiaria y el perfil consolidado es una cuestión de practicidad, y puede ser el primer paso en un proceso iterativo. Realizaremos un análisis suficiente que nos permita pasar al Paso 3, entendiendo que si determinamos cierta relación, es posible que necesitemos profundizar nuestro análisis para estar lo suficientemente informados para asignar una calificación final.

Los resultados del Paso 3 también pueden determinar que no necesitamos formar una opinión crediticia firme sobre todos los perfiles. Por ejemplo, cuando determinamos que la subsidiaria siempre será calificada de manera individual (*standalone*) independientemente de si la matriz es más fuerte o más débil que la subsidiaria, no habría una necesidad lógica de determinar el PCI de la matriz o una opinión consolidada del grupo. Asimismo, cuando es evidente que la matriz es considerablemente más fuerte que la subsidiaria y el vínculo se considera lo suficientemente fuerte como para calificar a la subsidiaria sobre una base igualada o de arriba hacia abajo, no se requeriría el PCI de la subsidiaria. Un comité de calificación determinará si la profundidad del análisis realizado para determinar los PCI y un perfil consolidado es suficiente para respaldar la calificación que se está asignando.

Cuando no se dispone de información adecuada sobre la matriz, y la matriz no pertenece a una de las clases exentas mencionadas anteriormente, los analistas evaluarán si puntajes del Navegador más conservadores en política financiera y gobierno corporativo, así como supuestos conservadores sobre los rendimientos de los accionistas, serán suficiente para reflejar la influencia de las matrices. De manera similar, para las entidades de infraestructura, los analistas formarán una opinión de acuerdo con la sección *Marco de Referencia* de la *Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos*. Fitch puede declinar la asignación de una calificación si la información es insuficiente.

Paso 3: Análisis de los Factores de Vinculación

Evaluaciones de Factores de Vinculación

Ruta SS: matriz más débil, subsidiaria más fuerte	Ruta SP: matriz más fuerte, subsidiaria más débil
Evaluado como abierto, poroso o aislado:	Evaluado como bajo, medio o alto:
Delimitación Legal	Incentivo Legal
Acceso y control	Incentivo estratégico
	Incentivo operacional

Fuente: Fitch Ratings

Relaciones Diferentes, Factores Diferentes

Las dos rutas, Ruta SS y Ruta SP, consideran diferentes factores de vinculación, y a cada factor de vinculación se le asignará un de los tres valores posibles. Los detalles de cada ruta, con ejemplos de las consideraciones, se presentan a continuación. Cuando el analista considere que la sustancia de un vínculo puede diferir del estado formal - por ejemplo, cuando a nuestro juicio determinemos que una delimitación (*ring-fencing*) nominalmente fuerte tendrá una aplicación cuestionable o puede eludirse de otra forma - los analistas seleccionarán el factor que mejor refleje la naturaleza de la relación. Cuando este sea el caso, lo divulgaremos en nuestro comentario de acción de calificación.

Para las entidades calificadas bajo la Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas, los analistas también se guiarán por el factor de estructura de gobierno corporativo en el perfil de Navegador de la matriz y/o subsidiaria. Una evaluación del subfactor de la estructura de gobierno corporativo de "bb", o más particularmente de "b" o inferior, aumenta la probabilidad de una evaluación "abierta" en la Ruta SS, o "baja" en la Ruta SP.

La evaluación de cada factor de vinculación para las entidades de infraestructura también se guiará según las secciones Estructura del emisor y Propiedad y patrocinadores de la Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos.

Ruta SS: Subsidiaria Más Fuerte, Matriz Más Débil

Calificación de Subsidiaria Bajo Ruta SS

Delimitación Legal

Las restricciones legales o pactadas (*legal or covenanted restrictions*) tienen el mayor impacto entre los subcomponentes de la evaluación de factores de vinculación (EFV), ya que pueden constituir una separación específica y tangible entre la matriz y la subsidiaria.

En el contexto de Ruta SS, estamos evaluando si existen mecanismos que impidan o diluyan la capacidad de una matriz para extraer valor de una subsidiaria de calidad crediticia mayor. Estos pueden incluirse en los documentos de financiamiento, señalando prohibiciones sobre garantías ascendentes, poniendo límites a los préstamos intercompañías y otras transacciones, como ventas de activos o montos de dividendos.

Fitch considerará el plazo y la permanencia de los instrumentos de deuda relevantes. Los financiamientos de los bancos privados pueden refinanciarse más fácilmente o las obligaciones de hacer o no hacer (*covenants*) pueden ser dispensadas si se incumplen.

Sin embargo, Fitch reconoce que los emisores también pueden eliminar las restricciones de las obligaciones de hacer o no hacer incluso en las obligaciones de deuda pública de mercado mediante el refinanciamiento de los bonos relevantes. Fitch tomará en cuenta la probabilidad de dicho refinanciamiento, incluido el tamaño de la deuda que necesita refinanciarse, así como el historial y las intenciones anunciadas de la relación entre una matriz y una subsidiaria en lo que respecta al movimiento del flujo de efectivo entre las entidades. Para las calificaciones de emisión calificadas bajo la Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos, donde las modificaciones a las obligaciones de hacer o no requieren la aprobación de los acreedores, Fitch generalmente consideraría tales restricciones como permanentes.

En consecuencia, las limitaciones establecidas en la deuda de mercado público a largo plazo, o la deuda de financiamiento de proyectos calificada según la *Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos*, pueden respaldar una calificación "aislada". Las versiones más leves de estas restricciones pueden resultar en una calificación "porosa". La ausencia o ausencia efectiva de limitaciones daría lugar a una calificación "abierta".

Los mecanismos también pueden involucrar la delimitación impuesta externamente, generalmente para las entidades reguladas. Estos pueden resultar en diversos grados de aislamiento. En un extremo, el aislamiento podría ser virtualmente impenetrable, lo que resultaría en una evaluación de "aislado" y, a su vez, en un resultado de calificación "individual". En el otro extremo, la delimitación puede ser inexistente o levemente efectiva, lo que da como resultado una evaluación "abierta".

Acceso y Control

Además del financiamiento externo formal o las limitaciones regulatorias, establecemos nuestra opinión sobre el nivel relativo de acceso y control de efectivo u otros activos a través de una evaluación de la efectividad del control de la matriz sobre la subsidiaria y el nivel de aislamiento de la subsidiaria en la política de financiamiento y tesorería del grupo.

La propiedad formal donde la matriz domina el control de la subsidiaria con influencia limitada o nula de participantes externos (*external stakeholders*) conduciría a una evaluación del control efectivo como "abierto". Por el contrario, si los accionistas minoritarios u otros participantes externos tienen un nivel alto de derechos, el control efectivo se evaluaría como "aislado".

Las subsidiarias en las que esperamos que todo el financiamiento externo provenga de la matriz, o en las que se puedan hacer préstamos en sentido ascendente para combinarlo con otro efectivo del grupo, o donde no exista una política formal relacionada con el financiamiento separado, se considerarían "abiertas" para el financiamiento y la política de administración de tesorería. Por el contrario, este factor se evaluaría como "aislado" cuando el financiamiento está completamente descentralizado, con empresas del grupo importantes que acceden a financiamientos (incluidas las facilidades de apoyo a liquidez) y administran su tesorería bajo sus propias cuentas, sin la participación de la matriz, y cuando esperamos que esta forma de acuerdo sea permanente.

La ponderación de los subfactores quedará a discreción de los analistas. Sin embargo, el subfactor más abierto normalmente atraería más peso en el análisis. El comportamiento pasado, aunque es una consideración relevante, es menos importante que nuestra evaluación prospectiva de acceso y control.

Alcanzando una Conclusión

Para llegar a las valoraciones, los analistas se guían por las consideraciones muestra contenidas en la Ruta SS (consulte la tabla "Ruta SS: Evaluación de Factores de Vinculación" a continuación) para generar dos EFV. No todas las consideraciones serán relevantes para todos los emisores.

Cada consideración puede evaluarse de forma aislada, pero el EFV general se centrará en la importancia relativa para cada emisor individual. Además, una calificación "aislada" de cualquiera de las consideraciones de delimitación legal daría como resultado una valoración "aislado" para la evaluación de ese factor.

Ruta SS: Evaluación de Factores de Vinculación

		Abierto	Poroso	Aislado
Delimitación Legal (*legal ring-fencing*)	Condiciones autoimpuestas	Sin limitaciones, o solo indicaciones informales de la política financiera por parte de la administración, u otras disposiciones que indiquen lo contrario (por ejemplo, garantías legalmente ejecutables que ya están vigentes).	Las limitaciones sobre dividendos y otros flujos intercompañías son objeto de documentación de eficacia limitada o a corto plazo.	Documentación de delimitación efectiva en documentos de financiamiento clave a largo plazo, limitando dividendos, garantías y préstamos intercompañías, diseñados explícitamente para respaldar el perfil de la subsidiaria. En el sector de infraestructura y financiamiento de proyectos, esto puede extenderse a contratos clave y documentación de incorporación.
	Delimitación Regulatoria (normalmente compañías de servicios públicos - *utilities*)	Ausencia de o delimitación levemente efectiva.	Restricciones sobre dividendos o aumento de deuda, o imposición de otras restricciones financieras. Sin embargo, la matriz aún puede debilitar a la subsidiaria a largo plazo.	La delimitación es más aislada. Esto puede deberse, por ejemplo, a disposiciones adicionales que ejercen control sobre el gobierno corporativo o controles financieros más estrictos en umbrales de calificación específicos.
Acceso y control	Control Efectivo	Accionista dominante controla todas las transacciones importantes. Ausencia de accionistas minoritarios o asociaciones en participación (*JV; joint-venture*), o accionistas minoritarios <20% en un entorno de regulación baja.	Accionistas minoritarios o socios en JV presentes, cotización pública separada. Alguna separación existente de la composición del consejo de administración/control funcional.	Accionistas minoritarios o socios en JV en un ambiente de alta regulación, cotización pública separada, limitaciones en transacciones mayores sin contar con el consentimiento de los accionistas minoritarios.
	Política de financiamiento y política de administración de tesorería	No existe una política formal relacionada con el financiamiento separado. La subsidiaria puede hacer préstamos intercompañías en forma ascendente (*upstream*) para combinarlo con otro efectivo del grupo. Figura de deudor solidario o todo o casi todos el financiamiento externo se realiza a través de la matriz.	Una combinación de financiamiento externo con financiamiento intercompañías, y/o visibilidad limitada sobre la futura independencia de la subsidiaria para administrar su propio financiamiento externo y tesorería.	Todo el financiamiento distinto a acciones comunes es externo y está gestionado por la subsidiaria con un grado alto de autonomía. La política de administración de efectivo y financiamiento incorpora la intención a largo plazo de que la subsidiaria administre por separado sus necesidades de tesorería y financiamiento.

Fuente: Fitch Ratings

Posteriormente, los dos EFV se combinan para recomendar una relación de escalonamiento como se muestra en la tabla siguiente. El escalonamiento estará limitado por el PCI de la subsidiaria. Por ejemplo, para una subsidiaria un escalón más fuerte que su matriz de forma individual, una puntuación de "consolidado + 2" haría que la subsidiaria aumentara solo en un escalón.

Matriz de Escalonamiento Ruta SS

Acceso y Control	Abierto	Poroso	Aislado
Con delimitación abierta	Consolidado	Consolidado + 1	Consolidado + 2
Con delimitación porosa	Consolidado +1	Consolidado + 2	Consolidado + 2
Con delimitación aislada	[a]	Individual	Individual

[a] Es poco probable que las consideraciones para la delimitación legal "aislado" coexistan con las condiciones descritas en "abierto" para el acceso y el control. Es más probable que otros factores relevantes para la delimitación legal o el acceso y control, pero no dentro de esta tabla, muevan uno, o ambos, de los EFV individuales a un nivel "poroso" que conduciría a un consolidado + 1, resultado consolidado + 2 o individual.
Fuente: Fitch Ratings

Calificación de Matriz Bajo Ruta SS

Por lo general, la IDR de la matriz se califica al nivel del perfil consolidado del grupo. Esto refleja las fortalezas de crédito más amplias de la matriz derivadas de la propiedad sobre la subsidiaria, incluyendo una capacidad bancaria mayor en relación con sus pares, el valor patrimonial residual de la propiedad y los beneficios de escala en el mercado. La escala en particular es un factor clave frecuente dentro de nuestro marco del Navegador, en la mayoría de las guías por industria que aplicamos. Los dividendos y otros flujos intercompañías (asociados a planeación fiscal consolidada, por ejemplo) también pueden respaldar un mayor énfasis en el perfil consolidado, reconociendo que el PCI de la subsidiaria, a su vez, estaría determinado en parte por nuestros supuestos de proyección de esos flujos de efectivo.

Cuando el acceso de las empresas matrices a los flujos de efectivo significativos del grupo sea limitado, podemos calificar a la matriz por debajo del perfil consolidado o desconsolidar la subsidiaria. Estos ajustes se detallan en la sección *Ajuste de Perfiles Consolidados para Estructuras de Grupo* de *la Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas*.

Para las calificaciones de emisor o emisión de las compañías matrices de financiamiento de proyectos, consulte la sección *Compañía Controladora de Financiamiento de Proyectos* en la *Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos*.

Ruta SP: Matriz Más Fuerte, Subsidiaria Más Débil

Calificación de Subsidiaria Bajo Ruta SP

Incentivos Legales

Al igual que la Ruta SS, las consideraciones legales pueden prevalecer sobre otros factores, ya que pueden constituir un vínculo específico y tangible entre matriz y subsidiaria. Los vínculos legales fuertes generalmente dan como resultado una igualación de calificaciones. La presencia de vínculos legales podría compensar la falta de vínculos operativos y estratégicos y resultar en una estrecha vinculación de las calificaciones. Por el contrario, la ausencia de acuerdos formales no necesariamente reemplazaría la presencia de fuertes vínculos operativos y estratégicos. A continuación, se muestra un análisis de los vínculos jurídicos principales analizados por Fitch.

Garantías

Una relación estrecha entre las IDR se establece si una entidad más fuerte garantiza más de la mitad de las obligaciones de deuda de la entidad relacionada más débil. Cuando las subsidiarias solo tienen entre 20% y 50% de su deuda garantizada, es probable que califiquemos el vínculo como "medio". No obstante, los instrumentos garantizados individuales en tales casos se calificarían al nivel del garante. También se considerará la trayectoria; si la matriz está garantizando progresivamente más o menos deuda, esto afectará la calificación de los incentivos.

Las cartas de respaldo públicas o privadas y los convenios económico-financieros (*keep well agreements*) entre la matriz y sus subsidiarias no constituyen garantías legales. Sin embargo, algunos acuerdos de inyecciones de capital (*capital call agreements*) crean obligaciones de fondeo y, por lo tanto, se tendrían en cuenta y pueden calificar para un nivel de apoyo de "incentivo medio". Los factores de apoyo incluyen respaldo total contra parcial y obligación indefinida contra de tiempo limitado.

Incumplimientos Cruzados (Cross-Defaults)

Los incumplimientos cruzados pueden indicar un incentivo alto para respaldar tanto como un vínculo legal como una declaración de intenciones consciente y persistente de ambas partes deudoras. Por el contrario, puede representar elementos contenidos en documentación histórica, de relevancia mínima para la opinión sobre el crédito. La evaluación final considerará, entre otros factores, si el instrumento que presenta el lenguaje de incumplimiento cruzado es amplio y de largo plazo, y si consideramos que los incentivos se alinean para apoyar a los acreedores que los invocan, contra instrumentos que representan una pequeña porción del monto de la deuda, y/o son de corto plazo, y cuando el comité considere que los incentivos son más limitados para que se declare el incumplimiento cruzado. Tomamos en cuenta cualquier excepción que identifiquemos para incumplimientos cruzados y el tamaño del instrumento de deuda en relación con el umbral de incumplimiento cruzado.

Los incumplimientos cruzados pueden, como mínimo, brindar la oportunidad a las clases de acreedores, que pueden tener participaciones en ambas entidades, de vincular los destinos de las entidades en un evento de estrés. Por ejemplo, los acreedores de la matriz podrían ejercer presión sobre la administración para que respalde o no a la subsidiaria con los flujos de efectivo de la matriz, dependiendo de si esos acreedores también tienen créditos a nivel de la subsidiaria. Esto puede hacer que nuestra opinión sobre la probabilidad de soporte cambie con el tiempo a medida que cambia la posición crediticia y la base de acreedores de las entidades.

Incentivo Estratégico

Analizamos el incentivo estratégico a través de la triple lente de contribución financiera, ventaja competitiva y potencial de crecimiento.

Una subsidiaria puede proporcionar valor tangible a través de la escala de flujos de efectivo generados o el valor de activos específicos, incluso cuando estos no generen flujo de efectivo de manera inmediata. Dado que los modelos de negocio varían - con algunas empresas que tienen operaciones grandes y homogéneas, y otras una combinación de negocios separados, pero cada uno de ellos sustancialmente notable - el umbral de contribución variará según el emisor.

Formas de Respaldo

Existen diversas formas de respaldo en diferentes mercados. Estos van desde cartas de respaldo (*comfort letters)*, que simplemente reconocen la tenencia de la matriz sobre una subsidiaria, hasta garantías irrevocables e incondicionales. Estas tienen diversos grados de exigibilidad legal y/o respaldo ofrecido a la subsidiaria.

En general, solo consideraríamos que las garantías de deuda respaldan un incentivo legal "alto". Otros acuerdos, o garantías de deuda de menor cobertura/permanencia, son más indicativos de incentivos legales "medios" a "bajos". Sin embargo, estos acuerdos más débiles pueden formar parte de un conjunto de factores que respalda a los incentivos "estratégicos" u "operativos". Ejemplos de estos respaldos legales "más débiles" pueden incluir:

- Cartas de apoyo o respaldo (*comfort letters)*
- Acuerdos de absorción de pérdidas y ganancias
- Convenios económico-financieros entre la matriz y sus subsidiarias (*keep well agreements*)
- Acuerdos no relacionados con la deuda, como garantías para obligaciones de pensiones y garantías comerciales
- Garantías de crédito parciales o acuerdos de apoyo parcial similares, como seguros.

Esta lista no es exhaustiva y los analistas tienen la facultad discrecional de considerar la esencia del compromiso en cuestión para determinar el alcance del apoyo legalmente obligado.

Los factores indicativos de importancia estratégica relativa también incluirán cualquier ventaja competitiva - más allá de la generación inmediata de efectivo - que una subsidiaria pueda ofrecer, tal vez como una operación comercial para un productor de materias primas.

Por otro lado, es más probable que una subsidiaria sea calificada con "incentivo bajo" si está en una etapa de declive secular, con perspectivas de crecimiento negativas, e "incentivo alto" si tiene, tanto buenas perspectivas de crecimiento, como contribuye de manera sustancial al negocio consolidado.

La estrategia es un tema amplio que afecta a muchas áreas de las operaciones de una empresa. También se pueden considerar otros factores relevantes para la industria o el emisor, incluidas las implicaciones para la reputación de un incumplimiento de la subsidiaria. El apoyo tangible previo, a través de inyecciones de capital, préstamos intercompañías subordinados, apoyo operativo u otros medios, aumenta la valoración de Fitch sobre los incentivos hasta el punto en que, cuando se combina con otras consideraciones, aumenta las perspectivas de apoyo futuro.

Sinergias Operativas

El vínculo de "incentivo alto" según estos criterios reflejará las operaciones de las subsidiarias que son parte integral del negocio principal o medular de la matriz. Por ejemplo, en el caso de un grupo manufacturero que posee un productor de materias primas o una cadena de distribución, la ausencia de cadenas de distribución alternativas o proveedores de materias primas proporcionaría evidencia de una fuerte interdependencia.

Niveles más bajos de integración - por ejemplo, los costos de reemplazo presentes solo durante un año después de la decisión de la matriz de sustituir a su subsidiaria, probablemente se calificarían como "incentivo medio".

De manera similar, la integración completa de la marca y/o empaquetamiento de los productos de una subsidiaria con el grupo matriz puede representar un vínculo operativo de "incentivo alto" , dependiendo a su vez del nivel de importancia que la marca tiene para el grupo y el valor de la franquicia en la zona geográfica en que la subsidiaria opera.

Las estructuras de administración comunes también pueden proporcionar incentivos de soporte. Cuando tanto la matriz como la subsidiaria operan con ejecutivos comunes en puestos clave, se puede determinar una valoración del vínculo como "incentivo medio" o "incentivo alto", dependiendo del compromiso demostrado en el pasado y la expectativa de la amplitud y duración del mismo a futuro. Los riesgos de consolidación de una matriz en quiebra, o de "levantar el velo corporativo" ("*piercing the corporate veil*"- omitir la personalidad jurídica corporativa y hacer responsables directamente a los accionistas o ejecutivos), son relativamente bajos en la mayoría de las jurisdicciones, pero pueden ser suficientes para proporcionar una valoración de "incentivo medio".

Alcanzando a una Conclusión

Para llegar a las valoraciones, los analistas se guían por las consideraciones muestra contenidas en la Ruta SP en la tabla EFV para generar tres EFV. La importancia relativa a ese emisor individual variará. Por ejemplo, una subsidiaria que ofrece un incentivo "alto" relacionado con el potencial de crecimiento puede equilibrar una valoración de incentivo "bajo" para la contribución financiera si la subsidiaria representa una participación nueva en un mercado o servicio clave. Además, una valoración de incentivo "alto" de cualquiera de las consideraciones de incentivo legal daría como resultado un incentivo "alto" para la evaluación de ese factor.

Posteriormente, los tres EFV se combinan para recomendar una relación de escalonamiento según la matriz de escalonamiento de la página 11.

La evaluación final de "igualado" vería la IDR de la subsidiaria igualada con la IDR de la matriz, que a su vez probablemente representaría el perfil financiero consolidado (excluyendo cualquier desconsolidación aplicada bajo nuestras metodologías maestras, tales como subsidiarias de servicios financieros, operaciones discontinuadas y subsidiarias que solo pagan dividendos).

Ruta SP: Evaluación del Factor de Vinculación

Ruta SP		Incentivo Bajo	Incentivo Medio	Incentivo Alto
Incentivo Legal	Garantías	Ausencia de medidas consideradas como "incentivo medio" o "incentivo alto", o solo factores de respaldo leve (por ejemplo cartas de apoyo o respaldo).	Existen garantías, pero la certeza sobre la cobertura y la permanencia es menor que para la categoría "alto" (por ejemplo, garantía para 20% -50% de la deuda).	La matriz garantiza una parte importante de la deuda a largo plazo de la subsidiaria (> 50%) con certeza en la estabilidad de la política financiera.
	Otros vínculos legales		Incumplimientos cruzados con permanencia moderada o con limitaciones de alcance; y / u otro lenguaje de apoyo: acuerdos / compromisos de participación en pérdidas y ganancias, respaldos a la liquidez de las subsidiarias, etc.	Lenguaje de incumplimiento cruzado/aceleración en los documentos de deuda pública a largo plazo de la matriz, con certeza razonable sobre la permanencia de las disposiciones de incumplimiento cruzado/aceleración cruzada.
Incentivo Estratégico	Contribución financiera	Contribución baja financiera o del valor de los activos al perfil futuro del grupo.	Contribución razonablemente significativa financiera o del valor de los activos al perfil futuro del grupo.	Contribución sustancial financiera o del valor de los activos al perfil futuro del grupo.
	Ventaja competitiva	La subsidiaria no proporciona ninguna ventaja competitiva significativa a la matriz.	La subsidiaria proporciona una ventaja competitiva significativa.	La subsidiaria proporciona una ventaja competitiva fundamental a la matriz.
	Potencial de crecimiento	Declive secular, fase de extinción, perspectivas de crecimiento negativas.	Potencial de crecimiento moderado, en un área de materialidad razonable para el perfil del grupo.	Se prevé un crecimiento rápido, perspectivas a largo plazo muy favorables que son sustanciales para el perfil del grupo.
Incentivo Operacional	Sinergias operacionales	Costo de reemplazo de los beneficios operativos de la subsidiaria para la matriz no es significativo.	El costo de reemplazo para la matriz es razonable.	El costo de reemplazo de los beneficios operativos de la subsidiaria para la matriz, sería sustancial.
	Integración de la administración y la marca	No existe administración común y/ o uso compartido de la marca para productos / servicios, o empaquetamiento de productos / servicios.	Existe cierta gestión común / uso compartido de marcas, o empaquetamiento de los productos / servicios principales.	Decisiones de gestión completamente integradas y uso de marca y empaquetamiento de producto / servicio fundamentales, completamente integrados.

Fuente: Fitch Ratings

Para una relación matriz-subsidiaria que se evalúa ya sea como "igualada" o de arriba hacia abajo del perfil crediticio de la matriz, se requiere una calificación de la matriz. Para las relaciones evaluadas como una mejora de calificación ascendente para la subsidiaria, si la información disponible sobre la matriz no es suficiente para llegar a una calificación de la matriz, pero aún es adecuada para derivar una evaluación suficientemente sólida de su calidad crediticia, se puede aplicar una mejora de la calificación del PCI de la subsidiaria; sin embargo, un comité puede optar por aplicar una mejora de calificación más conservadora que la indicada por la tabla que se presenta a continuación, especialmente si el diferencial entre el PCI de la subsidiaria y la calidad crediticia evaluada de la matriz es estrecho.

Matriz de Escalonamiento Ruta SP

Incentivos estratégicos y operativos	Ambos bajos	Uno medio, uno bajo	Ambos medios o uno alto, uno bajo	Uno alto, uno medio	Ambos altos
Con incentivo legal bajo	Individual	MM + 1[a]	MM+2[a]	AA-1[b]	Igualado
Con incentivo legal medio	MM+1[a]	MM+2[a]	AA-1[b]	Igualado	Igualado
Con incentivo legal alto	Igualado	Igualado	Igualado	Igualado	Igualado

MM - Menor a Mayor, con escalonamiento desde el PCI inferior; AA- de Arriba hacia Abajo, con escalonamiento del perfil consolidado.
[a] Los resultados de la calificación de MM tienen un tope de AA-1. donde el PCI de la subsidiaria está a más de un nivel del perfil consolidado. Cuando el PCI de la subsidiaria esté un nivel por debajo del perfil consolidado, la calificación de la subsidiaria se igualará.
[b] Los resultados de la calificación AA-1 se igualarán cuando el PCI de la subsidiaria esté un nivel por debajo del perfil consolidado.
Fuente: Fitch Ratings

Calificación de Matriz Bajo Ruta SP

Al igual que el enfoque para determinar la calificación de la matriz según la Ruta SS, la matriz generalmente se califica al nivel del perfil del grupo consolidado, determinado de la misma manera descrita en el *Paso 2: Determinar las Fortalezas de Crédito Individuales* en la página 4.

Consideraciones Adicionales Aplicables para Ambas Rutas

A. Jurisdicciones Distintas

Las subsidiarias en algunas jurisdicciones, a pesar de su fortaleza financiera, pueden no beneficiar al perfil consolidado del grupo, aun con la existencia de garantías contractuales o cláusulas de incumplimiento cruzado, debido a impedimentos ya sean jurídicos o de otra índole, que dificultan la ejecución de los términos contractuales.

Podemos limitar el beneficio derivado de una garantía financiera si la subsidiaria está domiciliada en un país donde nos preocupan la estabilidad, oportunidad o aplicabilidad de la ley, de manera similar a las consideraciones empleadas en nuestra metodología Country-Specific Treatment of Recovery Ratings Criteria. Esto se extiende a la evaluación de Fitch del soporte cuando no existe una garantía financiera completa o una cláusula de incumplimiento cruzado y el soporte potencial podría verse afectado por las restricciones a la transferencia internacional de fondos. Este último también abarcaría la metodología Country Ceilings Criteria de Fitch, particularmente si el garante está en el extranjero (aunque esto puede impedir que una matriz restringida extienda el apoyo, más que una subsidiaria restringida lo reciba).

B. Ajustes Analíticos

Si los analistas determinaran que el enfoque de calificación resultante de la aplicación de la MCV pudiera sobreestimar, en una base prospectiva, el beneficio para la entidad más débil del vínculo con la entidad más fuerte, el comité puede optar por reducir, o no incluir, cualquier beneficio del vínculo en la calificación de la entidad más débil.

Esto podría aplicarse, por ejemplo, cuando el registro o las declaraciones de la administración indican una ruta contraria y menos favorable a la obtenida en nuestro análisis de MCV; cuando la matriz o la subsidiaria se encuentran en una situación de volatilidad alta o de estrés que también puede influir en la probabilidad de respaldo, o cuando las convenciones del mercado en torno a la separación del financiamiento indican una separación mayor de las entidades.

Por el contrario, una subsidiaria más fuerte puede beneficiarse de un escalonamiento más amplio del perfil consolidado en situaciones extremas, como cuando una matriz está en quiebra y la subsidiaria continúa operando sin riesgo de ser declarada en quiebra consolidada.

Cuando surjan estos escenarios, se divulgarán en el comentario de la acción de calificación.

C. Entidades Relacionadas con el Gobierno

Definición de Matriz-ERG

Por lo general, las ERG son propiedad formal de entidades como ministerios gubernamentales, vehículos de tesorería, fondos de inversión, fideicomisos u otras estructuras de propiedad pública. Definimos a la matriz ERG como la entidad del grupo de jerarquía mayor, responsable de la gestión operativa y del establecimiento de objetivos estratégicos para todo el grupo.

Como tal, cuando revisamos los estados financieros consolidados de estas entidades, normalmente excluimos cualquier entidad de nivel superior por encima de la ERG que no sería parte del alcance según la *Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas*, el Sector Público, *la Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público* o la *Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos*, según corresponda. El perímetro de consolidación sería el nivel más alto en el que los estados financieros están disponibles, ajustados, en caso de ser apropiado, por cualquier carga de deuda incremental fuera de dicho perímetro, que el comité determine pueda requerir ser pagada, ya sea legalmente o en la práctica, por parte de las entidades calificadas.

Por lo tanto, los siguientes tipos de entidades no se considerarán matrices ERG, lo que significa que Fitch puede "analizar por separado (*look.-through*)" estas entidades, es decir, aplicar criterios ERG utilizando al soberano como matriz, en lugar de estos criterios con una entidad como matriz:

- fondos soberanos o instituciones similares.
- sociedades controladoras intermedias, sin operaciones materiales ni deuda, utilizadas por el gobierno para mantener sus inversiones.

Calificación de Subsidiarias ERG

Las subsidiarias de ERG se califican utilizando la Metodología de Vínculo entre Matriz y Subsidiaria. El perfil crediticio de la matriz que se utiliza en la evaluación de la vinculación entre la matriz y la subsidiaria generalmente será la IDR de la ERG matriz, incluyendo el apoyo del gobierno. El perfil consolidado para los efectos de la ERG será el de la entidad matriz y las filiales consolidadas relevantes.

Si consideramos que el apoyo del gobierno fluirá a la subsidiaria, decidiremos si procedemos por la Ruta SP o Ruta SS en el Paso 2 según la IDR de la matriz, incluyendo el soporte. Si el apoyo no fluye a la subsidiaria, la evaluación se basará en el perfil consolidado de la matriz sin apoyo.

Para determinar si la subsidiaria recibirá el beneficio del apoyo del gobierno, consideramos:

- las consecuencias de un incumplimiento de la subsidiaria en las operaciones de la matriz ERG;
- si las operaciones de la subsidiaria son parte integral de la prestación del servicio público o la actividad económica que impulsa el apoyo del gobierno a la ERG. Por ejemplo, una subsidiaria extranjera de la ERG, incluso si es muy grande, es menos probable que se beneficie del apoyo del gobierno. La puntuación del incentivo socioeconómico de las matrices en los criterios ERG será un indicador útil a este respecto.

Cuando no se puede utilizar el enfoque de vinculación matriz-subsidiaria debido a que la matriz ERG no está calificada, Fitch evaluará el apoyo del gobierno aplicando la metodología ERG directamente a la subsidiaria, siempre que Fitch tenga la certeza de que las entidades en niveles superiores en la cadena de propiedad no evitarían que la subsidiaria recibiera apoyo gubernamental oportuno. En tal caso, el PCI que se tendrá en cuenta en la aplicación de la metodología ERG sería el de la subsidiaria.

Calificación de ERG por Encima del Soberano

En situaciones en las que el PCI de una ERG está por encima de la IDR del gobierno, y el gobierno tiene acceso limitado al efectivo o activos de su ERG según la Metodología de Calificación de Entidades Relacionadas al Gobierno, la IDR de la ERG puede ser más alta que la IDR del gobierno. En tales situaciones, los principios de la Metodología de Vínculo entre Matriz y Subsidiaria - en particular, la Ruta SS - se pueden aplicar para determinar el escalonamiento por encima de la IDR del gobierno. Al aplicar la matriz de escalonamiento, la valoración "consolidado" en la matriz de escalonamiento en la página 7 será reemplazada por la IDR del soberano. Por ejemplo, un resultado de calificación "consolidado + 2" será "IDR soberano + 2".

Para el mismo propósito, cuando el PCI sea evaluado bajo el sector de Infraestructura y Financiamiento de Proyectos, se aplicará la Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos. Para las ERG de política pública, utilizaremos la Metodología de Calificación de Entidades Respaldadas por Ingresos del Sector Público.

Divulgación

En los comentarios de las acciones de calificación e informes de calificación de Fitch, la agencia espera divulgar, según corresponda, la aplicación de estos criterios, que incluyen:

- el enfoque adoptado, es decir, matriz fuerte / subsidiaria débil, matriz débil / subsidiaria fuerte o matriz y subsidiarias igualmente fuertes;
- evaluación de la calidad del vínculo general y del incentivo individual que respaldan los factores en la Ruta SP, y los factores de acceso y control en la Ruta SS. Esto incluye situaciones en las que los analistas seleccionan un factor que refleja mejor la esencia de la relación, en lugar de su estado formal; elementos clave de los vínculos que determinan la evaluación general de los vínculos; y
- el enfoque de escalonamiento: arriba-abajo o menor-mayor, el número de escalones y la calificación ancla para el escalonamiento (es decir, la calificación a partir de la cual hacemos escalonamiento, ya sea PCI de la matriz, PCI de la subsidiaria o consolidada). Esto incluye las

circunstancias y el resultado de la sección de *Ajustes Analíticos* descrita en la página 11, donde se aplica.

Variaciones Metodológicas

Las metodologías de Fitch están diseñadas para ser utilizadas en conjunto con un juicio analítico experimentado, ejercido a través de un proceso de comité. La combinación de metodologías transparentes, el juicio analítico aplicado en una base transacción por transacción o emisor por emisor, y divulgación completa a través de comentarios de calificación, fortalecen el proceso de calificación de Fitch al tiempo que ayuda a los participantes del mercado a comprender el análisis que respalda nuestras calificaciones.

Un comité de calificación puede ajustar la aplicación de estas metodologías para reflejar los riesgos de una transacción o entidad específica. Tales ajustes se consideran variaciones. Todas las variaciones se divulgarán en los respectivos comentarios de acción de calificación, incluido su impacto en la calificación cuando corresponda.

Puede aprobarse una variación por un comité de calificación en donde el riesgo, característica u otro factor relevante para la asignación de una calificación y la metodología aplicada al mismo estén incluidos dentro del alcance de los criterios, pero donde el análisis descrito en los criterios requiere una modificación para abordar factores específicos a una transacción o entidad particular.

Limitaciones

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

Además, las calificaciones dentro del alcance de esta metodología están sujetas a limitaciones en la metodología maestra Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas.

Sensibilidades de Calificación

Las calificaciones son sensibles a los vínculos legales, operativos y estratégicos para la Ruta SP, y los vínculos legales, de acceso y control para la Ruta SS, y se les otorga mayor importancia a los vínculos legales en ambas rutas. También podemos revisar nuestra evaluación de cualquiera de los vínculos anteriores, generalmente en respuesta a evidencia nueva. Por ejemplo, vínculos más fuertes pueden identificarse si una matriz otorga a su subsidiaria respaldo en la forma de inyecciones de capital o garantice su deuda; la venta de activos, que resulte en que una subsidiaria calificada se vuelva más significativa para el grupo; o tomar un mayor control de la gestión de una subsidiaria.

Por el contrario, vínculos más débiles pueden resultar si una matriz anuncia la venta de una subsidiaria calificada o la considera no fundamental en una revisión de estrategia; si una subsidiaria más fuerte refinancia su deuda con instrumentos sin recurso que contengan mecanismos de delimitación (*ring-fencing*); o si la subsidiaria no recibe el soporte esperado de la matriz.

Fuentes de Información

Los supuestos de calificación clave para la metodología se basan en el análisis de Fitch de varias calificaciones de finanzas corporativas durante varios años; discusiones analíticas con emisores y acreedores; información recibida de los participantes en los mercados de renta fija; y observaciones generales del mercado determinadas por razonamientos analíticos experimentados. Cuando se realiza la evaluación del vínculo existente entre la matriz y la subsidiaria, Fitch utiliza información pública e información provista por el emisor, según se requiera conforme a la ruta relevante del árbol de decisión (Ruta SS o Ruta SP).

Esta información puede incluir reportes anuales (para determinar el método de consolidación), documentos de deuda o resúmenes de los mismos (como términos de garantías y obligaciones de hacer y no hacer), e información relacionada con la toma de decisión entre entidades (composición del consejo de administración) o políticas y prácticas de tesorería o evidencias de soporte previo.

INFORMACIÓN REGULATORIA COLOMBIA

NOMBRE METODOLOGIA: Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria – Metodología Intersectorial –

LINK DE PUBLICACION: https://www.fitchratings.com/site/colombia/metodologias

NÚMERO DE ACTA DE COMITÉ: 6666

FECHA DE APROBACION COMITE DE CALIFICACION: 8 de marzo de 2022

Dado que la traducción de esta metodología aplica a diversos países de 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", término cuyo uso depende del país.

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

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

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

subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

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

Derechos de autor © 2022 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.