

Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros

Sector Específico

Alcance

Esta metodología resume el enfoque de Fitch Ratings para calificar bursatilizaciones de flujos futuros. La metodología aplica tanto para calificaciones nuevas como existentes, así como para 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, o bien, cuentas por cobrar originadas de una línea de negocios específica. La metodología también incluye aplicaciones específicas para flujos futuros de petróleo y gas, así como por bursatilizaciones de programas de lealtad con aerolíneas.

Al calificar transacciones flujos futuros, Fitch lleva a cabo un análisis híbrido que incorpora elementos de las sus metodologías de calificación de finanzas estructuradas, 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 calificar transacciones de flujos futuros.

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 a una operación de flujos futuros una calificación superior a la categoría A si el originador fuera una institución financiera (IF) o corporativa líder calificada en la categoría A o por encima de esta y el país en donde estuviera ubicado el originador tuviese una calificación 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 internacional de riesgo emisor (IDR; *issuer-default rating*) 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. En el caso de las transacciones de reservas probadas desarrolladas (PDP; *proved developed producing*) de petróleo y gas, Fitch no vincula directamente la calificación de la transacción a la calidad crediticia del originador.

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 assessment*) 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.

Contenido

Alcance	1
Factores Clave de Calificación	1
Descripción de Flujos Futuros	2
Límite de la Calificación	2
Calidad Crediticia del Originador	3
Evaluación de Negocio en Marcha	3
Alza de <i>Notching</i> a partir de la IDR en ML	4
Riesgo de Redireccionamiento/Desvío	9
Otras Consideraciones de Calificación	10
Sensibilidad de la Calificación	11
Divulgación de la Transacción	13
Divulgación de la Metodología	13
Variaciones de la Metodología	13
Limitaciones	14
Apéndice A — Puntuaciones de la GCA	15
Apéndice B — Tipos de Transacciones de Flujos Futuros	19
Apéndice C — Bursatilizaciones de Flujos Futuros de Petróleo y Gas	22
Apéndice D: Bursatilizaciones de Programas de Lealtad de la Aerolínea	29

Esta metodología es una traducción de la versión original en inglés, "Future Flow Securitization Rating Criteria", publicada el 30 de julio de 2024, y reemplaza al reporte de metodología publicado bajo este mismo título el 31 de mayo de 2023.

Analistas

Richard Villareal
+1 312 368 3127
richard.villareal@fitchratings.com
Kevin Lopez
+1 312 606 3317
kevin.lopez@fitchratings.com
Natasha Panjwani
+1 312 606 2330
natasha.panjwani@fitchratings.com
Greg Kabance
+1 312 368 2052
greg.kabance@fitchratings.com
Markus Papenroth
+44 20 3530 1707
markus.papenroth@fitchratings.com
Alejandro Garcia
+1 212 908 9137
alejandro.garciagarcia@fitchratings.com
Marta Veloso
+55 11 3957 3683
marta.veloso@fitchratings.com

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.

Notching al Alza de la IDR en ML: El *notching* al alza y la calificación final de la transacción son determinadas a través del análisis de los atributos y características de las cuentas por cobrar futuras. Este análisis 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 la razón de cobertura de servicio de deuda (RCSD) según varios escenarios de sensibilidad. Para determinar el diferencial de *notching* en los programas de lealtad de las aerolíneas, Fitch evaluará el factor de afirmación.

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) en la calificación 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 cupones electrónicos (*vouchers*) de tarjetas de crédito y derechos de pago diversificados (DPR; *diversified payment rights*) 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 *on-shore* 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*) 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 difieren de las 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 IF o entidad corporativa líder calificada en la misma categoría o por encima de esta, aunado a que el país en donde se ubicara el originador también fuera calificado en la categoría A o por encima de esta.

Los reportes de metodología vigentes en español mencionados a lo largo de este reporte de metodología pueden consultarse dando clic [aquí](#).

Metodologías Aplicables

Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos

Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas

Metodología de Calificación de Estreses en Tasas de Interés para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas

Metodología de Calificación de Bancos

Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos

Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias

Fitch's Foreign-Currency Stress Assumptions for Residual Foreign-Exchange Exposures in Covered Bonds and Structured Finance — Supplementary Data File

Metodología de Calificación en Escala Nacional

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 realiza, 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 completamente 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 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. El análisis de Fitch de las transacciones de petróleo y gas no está directamente vinculado a la IDR del originador cuando se implementan las protecciones estructurales y jurídicas adecuadas.

Evaluación de Negocio en Marcha

El repago de la deuda de 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 IF sean liquidados si incumplen con las obligaciones financieras. La puntuación de la GCA supone un incumplimiento por parte del originador; por lo tanto, no necesariamente cambiaría cuando la IDR de la entidad originadora cambiara. [Ver 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; de esta manera, 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 IF, 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 en esa emisión en particular.

Limitaciones de *Notching* Adicionales

El máximo nivel de *notches* se aplicará únicamente a transacciones cuyos originadores estén calificados en el extremo inferior de la escala de calificación, es decir, entidades debajo del 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 a tres y dos *notches*, respectivamente.

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, en relación con la estructura de deuda total general del originador. 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 o 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 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 aquellos 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 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 aspectos

básicos como el riesgo de 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 [ver Apéndice C para obtener más detalles]. No obstante, Fitch evaluará la calidad crediticia del originador para ciertas transacciones de un solo operador para evaluar si existen riesgos idiosincráticos relacionados con la operadora que puedan afectar la transacción.

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 de DPR, los bancos corresponsales que firman los acuerdos N&A se convierten en bancos depositarios designados (DDB; *designated depository banks*), lo que les obliga a remitir los pagos a la cuenta de cobranza del fideicomiso.

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 o 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 una RCSD 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 o 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 la RCSD 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 proporcional a la categoría de calificación, conforme a la metodología “Structured Finance and Covered Bonds Interest Rate Stresses Rating Criteria”, a lo largo de la vida de la transacción para un período específico; por ejemplo, el flujo de efectivo trimestral sobre el servicio de deuda trimestral máximo. Mientras que la RCSD 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 los niveles de RCSD al derivar su flujo de efectivo de escenario base, el cual, a la vez, se deriva al normalizar flujos de efectivo históricos en los últimos tres a cinco años. La agencia normaliza los flujos de efectivo históricos al considerar las características específicas y la estabilidad en general del colateral. Si se considera que los flujos están sujetos a un riesgo alto de volatilidad, una RCSD alto podría mitigar el riesgo de una reducción en las cuentas por cobrar futuras. Una RCSD 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. Las RCSD, 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 una RCSD alta y estable 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 una RCSD 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 RCSD para los diferentes tipos de transacciones de flujos futuros calificados en las categorías BBB y A. Estos rangos de RCSD son una guía y no se pretende que sean prescriptivos. Los índices de RCSD más altos proporcionan una mayor resiliencia ante tensiones aplicadas, lo que permite alcanzar calificaciones más altas. Fitch consideraría niveles más bajos de RCSD para categorías BB e inferiores.

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 RCSD es una consideración clave en el proceso de calificación, en la mayoría de las transacciones, el nivel de RCSD no es una restricción para las calificaciones, ya que los niveles son más que suficientes dentro de la mayoría de los escenarios de sensibilidad.

Las coberturas de flujos futuros de petróleo y gas 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. Los activos 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 RCSD.

Niveles de RCSD 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
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
PDP con Riesgo de Precio	2.0x–4.0x ^a
Riesgo de Precio	Alto
Riesgo de Producto/Volumen	Bajo
Riesgo de Deudor/Contraparte	Bajo
PDP sin Riesgo de Precio	1.3x–1.6x
Riesgo de Precio	Bajo
Riesgo de Producto/Volumen	Bajo
Riesgo de Deudor/Contraparte	Bajo

^a Las coberturas pueden variar de acuerdo con la tabla del precio del petróleo publicado por el grupo de Finanzas Corporativas de Fitch. PDP – Reservas probadas desarrolladas; *proved developed producing*. x – Veces.

Fuente: Fitch Ratings

Consideraciones Adicionales respecto a Programas de Lealtad de Aerolíneas

Al considerar la bursatilización de los programas de lealtad de las aerolíneas, Fitch analizará el factor de afirmación para determinar el alza de *notching* respecto a la IDR de la compañía. El factor de afirmación mide la probabilidad de que la aerolínea siga cumpliendo con los pagos de su licencia para poder continuar su programa de lealtad durante un procedimiento de bancarrota de capítulo 11. El factor de afirmación se evaluará con base en la importancia estratégica del programa, la contribución económica general del programa, así como en los incentivos en general para cumplir con la obligación del pago. Las obligaciones de pago podrían también respaldarse en el flujo de caja subyacente de la transacción. De esta manera, las métricas de RCSD, aunque son importantes, podrían quedar en un segundo plano. Los atributos más fuertes permitirán una clasificación de la transacción en un diferencial máximo, basado en la puntuación de la GCA y en la evaluación del factor de afirmación. [Para más detalles, ver Apéndice D].

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 o desvío del pago, o bien, como un riesgo de redireccionamiento o desvío del producto o 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 o 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 una RCSD 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 que se cobra fuera del país (*offshore*) se utiliza para servir la deuda de la transacción.

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 largo plazo 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 o desvío de producto o 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. Por otro lado, 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 de la RCSD 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 la RCSD.

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. Para Fitch calificar una transacción, dichos detonantes deben estar presentes. No obstante, los mismos podrían no tener un peso significativo para la calificación de la transacción. 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; *special purpose vehicle*) 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 SVP 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 RCSD. 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.

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, estrés soberano muy alta y otros factores dependientes de las características de la transacción. Aunque la RCSD es una consideración clave en el proceso de calificación, en la mayoría de las transacciones, el nivel de RCSD 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 considerados para transacciones financieras de flujos futuros. 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		
RCSD 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		

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

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> .

Escenario de Sensibilidad 4: Cambio en flujos (lo demás permanece igual)

RCSD > 30x	BBB	Sin cambios
RCSD < 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*. RCSD – Razón de cobertura de servicio de deuda.
Fuente: Fitch Ratings

Los índices de cobertura de transacciones financiadas por gas y petróleo juegan un rol más prominente en el proceso general de la calificación respecto a otras transacciones de flujos futuros. Las variables que afectan de manera más importante los índices de cobertura incluyen cambios en la producción, precio y gastos. En cuanto al precio, Fitch usará precios estresados de largo plazo y aplicará un estrés adicional para analizar la sensibilidad general de la porción sin cobertura de la transacción. Fitch aplicará una variedad de sensibilidades específicas relativas a la transacción para probar el efecto de reducciones en la producción e incrementos en los gastos de operación y otros factores, dependiendo de las características de la transacción. Fitch evaluará si los niveles de cobertura son suficientes para las calificaciones.

La tabla siguiente presenta algunas sensibilidades respecto a estos factores considerados en transacciones financiadas por gas y petróleo. Los reportes de la transacción incluirán divulgaciones de los factores clave para las calificaciones.

Análisis de la Sensibilidad para Transacciones de Petróleo Calificadas en BBB

Supuestos	Calificaciones	Notas
Supuestos del Escenario Clave		
Precios: Promedio de Precios Futuros/Tabla de Precios de Finanzas Corporativas de Fitch/Estrés de Precios a Largo Plazo	BBB	La transacción se limita a la categoría BBB por características subyacentes
Cobertura: 80% de los volúmenes		
Producción: Estable		Pozos con más de 2 años de historia
Gastos: Estable		Pozos con más de 2 años de historia
Índice de Cobertura de Servicio de la Deuda Actual: 1.30x		

Sensibilidad 1: Cambios en el Volumen de Producción

Disminución de 20% en estrés sobre volumen	BBB-	La producción impulsa el flujo de efectivo de la transacción; estrés adicional limitaría la calificación de la transacción.
Alza de 20% en estrés sobre volumen	BBB+	Una reducción en el estrés brinda flujo de efectivo adicional a la transacción.

Sensibilidad 2: Cambios en el Estrés sobre el Precio de Largo Plazo

10% de mejora en los precios de largo plazo	BBB+	El alza en el precio afecta la parte no cubierta de los activos a lo largo de la
---	------	--

Análisis de la Sensibilidad para Transacciones de Petróleo Calificadas en BBB

Supuestos	Calificaciones	Notas
		vida de la transacción, añadiendo flujo de efectivo adicional.
10% de deterioro en los precios de largo plazo	BB+	Disminuciones en los niveles de estrés sobre el precio de largo plazo impactan el flujo de efectivo de volúmenes no cubiertos, lo que limita la calificación.
Sensibilidad 3: Cambios en el Estrés sobre el Gasto		
20% de aumento en estrés sobregastos fijos y variables	BBB-	Aumentos en el estrés limitarían la disponibilidad del flujo de efectivo para pagar el servicio de la deuda.
20% de disminución en estrés sobre gastos fijos y variables	BBB+	Una disminución en el estrés permitiría que la transacción tuviera flujo de efectivo adicional.

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 de la RCSD.

Divulgación de la Metodología

Fitch divulgará, como parte de los comentarios de acción de calificación o reportes de calificación, la calificación corporativa que conforma la base para el alza de la calificación de flujos futuros, en caso de aplicar, así como la GCA y el número de *notches* que conforman el alza, así como cualquier límite de calificación que funcione de manera independiente de este análisis de abajo hacia arriba. En casos en los que la calificación se restrinja por el análisis de flujo de efectivo y RCSD, Fitch divulgará los casos centrales y las sensibilidades par relevantes subyacentes a la acción de calificación.

Divulgaciones alternativas o adicionales podrían aplicar a subsectores de flujos de futuros que son cubiertos en los apéndices en este reporte. Estas incluyen las presiones en los precios de las bursatilizaciones de flujos futuros de petróleo y gas (Apéndice C) y el factor de afirmación en bursatilizaciones de programas de lealtad de aerolíneas (Apéndice D).

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 de la Metodología

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 las notas. 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 IF, 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 e IF, 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 ^a	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.

^a No aplica en empresas de infraestructura.
Fuente: Fitch Ratings

GCA – Entidades Corporativas/Empresas de Infraestructura

Puntuación	Volatilidad de la Demanda	Amenaza de Sustitutos ^a	Participación de Mercado ^a	Ventaja Competitiva ^a	Eficiencia Operacional ^a
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.

^a 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* 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 estrés, aún se debe prever que la aerolínea genere los flujos de efectivo que se están vendiendo en la bursatilización.

Bursatilizaciones de Flujos Futuros Respaldadas 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 petróleo y gas; 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 la RCSD 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 fuera del país 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 de Petróleo y Gas

Las bursatilizaciones de flujos futuros de petróleo y gas son respaldadas por intereses de explotación o regalías procedentes de la extracción de hidrocarburos. Muchas bursatilizaciones están respaldadas por intereses de explotación operativos y/o no operativos, en donde se bursatiliza el flujo de efectivo generado por los activos neto del gasto operativo. En cuanto a las regalías, existe una variedad de métodos para crear regalías y transferir intereses de explotación. Como ejemplos, están los intereses por regalías predominantes, transferencias de derechos mineros y algunos tipos de pagos por producción volumétrica, todos los cuales son de primera línea y no están expuestos directamente a costos de producción.

Características de los Activos

Las transacciones están respaldadas por portafolios de activos con diversas características, como la diversificación por cantidad de pozos, años de rendimiento histórico, curva de declive estimada, estructura de costos, entre otras. Las transacciones no operadas suelen beneficiarse de una diversificación adicional, ya que muchas de estas transacciones están soportadas por una gran cantidad de operadores, a menudo en varias cuencas diferentes. Fitch considera que esta diversificación adicional es positiva para las transacciones, ya que contribuye a limitar el riesgo de eventos y la dependencia a un único operador. Además, Fitch informa su análisis con su opinión sobre el nivel de transparencia relacionado con las operaciones y la toma de decisiones relativas a los activos, el cual variará en función de los intereses de propiedad, con los intereses de trabajo operados teniendo mayor visibilidad y control, y los intereses de trabajo no operados o regalías, menor. Al examinar las transacciones operadas y no operadas, Fitch tendrá en cuenta los aspectos de diversificación y transparencia asociados a cada tipo de transacción y los evaluará caso por caso al asignar una calificación.

Se pueden considerar varios tipos de reservas en el momento de analizar una estructura basada en petróleo y gas; sin embargo, las calificaciones de grado de inversión solo se pueden lograr cuando la transacción está respaldada por las PDP de petróleo y gas, y se espera que los flujos de efectivo se mantengan sin una inversión de capital significativa para el desarrollo. La producción de PDP está alineada 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 en equilibrio se basa en los costos de producción (costos de medio ciclo).

Las reservas de petróleo y gas probadas desarrolladas sin producción (PDNP; *proved developed non-producing*) y las probadas no desarrolladas (PUD; *proven undeveloped*) 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, el cronograma de desarrollo de acuerdo a las evaluaciones de costos establecidas por ingenieros independientes y analizará las características estructurales de cada transacción.

Dada la naturaleza operativa de estos activos, se prevé una volatilidad inherente a corto plazo durante la vida de estas transacciones. Los efectos de las condiciones meteorológicas, el mantenimiento, la actividad en la cuenca, la dinámica local y mundial de la oferta y la demanda y los precios de las materias primas pueden repercutir en la producción y los gastos, provocando fluctuaciones a corto plazo en el flujo de caja neto bursalitizado. Aunque Fitch tiene en cuenta esta volatilidad potencial, los flujos de caja previstos en el caso base de Fitch intentan atenuar las oscilaciones a corto plazo, haciendo hincapié en las cuestiones a mayor largo plazo.

Las transacciones se benefician de la diversificación por pozos, que generalmente se compone de cientos o miles de pozos con una baja concentración entre los 10, 20 o 50 pozos de mayor producción, en relación con el valor de la cartera (PV10). El PV10, se utiliza habitualmente en el sector energético para estimar el valor de las reservas, basándose en los niveles previstos de producción, gastos, precios promedio netos (actuales) y tomando el valor actual neto de esos

flujos de caja descontados a una tasa de 10%. Cuando las transacciones estén expuestas a concentraciones elevadas, Fitch aplicará estreses adicionales relacionados con los flujos de caja netos (principalmente producción y/o gastos) al determinar el caso base de Fitch. La opinión de Fitch en relación con las concentraciones se basa en el uso de un índice Herfindahl-Hirschman ajustado con el fin de diferenciar las distintas carteras, utilizando comparaciones de grupos homólogos dentro del universo calificado de Fitch. Si las concentraciones se convierten en el supuesto principal del análisis, Fitch incorporará ajustes adicionales en su hipótesis de base y en sus escenarios de estrés para protegerse frente a determinados riesgos idiosincrásicos o de evento.

Generación de Riesgo y Cobertura

Fitch analizará si los flujos de efectivo generados por los activos 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. Esto implica evaluar si la producción, los gastos, la fijación de precios y los diferenciales de base, ya sea por sí solos o combinados, tendrán un efecto material en los futuros flujos de efectivo netos bursatilizados.

Producción

El riesgo de generación futura se analiza utilizando información histórica, junto con informes de reservas actualizados de ingenieros independientes (II) y aportaciones de analistas relevantes de empresas y/o del sector de GIG cuando aplique. Los II en la industria del petróleo y gas utilizan el análisis estadístico y las distribuciones de probabilidad para medir los pronósticos de la recuperación definitiva estimada de pozos, normalmente bajo la metodología PV10.

Fitch considerará la previsibilidad de la producción mediante un análisis a la información de las proyecciones actuales e históricas, proporcionada por el ingeniero independiente. Fitch ajustará los niveles de producción para desarrollar su escenario base de producción, analizando las características del colateral, incluyendo la volatilidad histórica, la diversificación, particularidades de la ubicación y el número de años de operación del pozo. Por lo general, los activos con varios años de información histórica proporcionan pronósticos más precisos y la variación esperada se reduce a medida que se incorporan más puntos de datos.

Gastos de Operación

En cuanto a los gastos, Fitch establecerá su caso base de una manera similar a la de su caso base de producción, considerando la información histórica específica de la cartera y otra información de costos proporcionada por el II y la compañía. Fitch analizará el estado de explotación del arrendamiento del emisor y examinará las anomalías o tendencias para ayudar a fundamentar el ajuste del caso base de Fitch. El análisis de Fitch se centra en el desglose de los gastos fijos y variables, y en la capacidad y el control del operador para adaptarse a diferentes entornos de precios. Otras consideraciones incluyen la dependencia de contratistas externos, la propiedad de determinadas infraestructuras, los costos de transporte o que determinados gastos estén vinculados directamente a los precios de las materias primas.

Fitch prestará especial atención al comportamiento de los gastos en diferentes entornos económicos y de precios. Los entornos de precios más elevados tienden a incrementar los gastos, ya que los precios más altos incentivan a los operadores a producir tanto como sea posible, lo que puede implicar reacondicionamientos o la adición de levantamiento artificial. Estas adiciones pueden aumentar los gastos más de lo previsto y los gastos variables también pueden incrementarse con la producción adicional, lo cual afecta al flujo de efectivo neto bursatilizado. A menudo, la producción adicional y un entorno de precios altos compensan estos gastos, pero el beneficio puede verse limitado por las coberturas. En entornos de precios más bajos, Fitch espera que se optimicen los costos, siempre que sea posible, como han demostrado hacer los operadores prudentes durante dichos ciclos.

Los gastos de operación pueden tener un impacto profundo en el flujo de caja neto bursatilizado, especialmente en los casos en los que una cantidad significativa de los volúmenes está cubierta y los ingresos de la parte no cubierta son inferiores a los esperados. En un caso en el que la mayoría de los volúmenes están cubiertos, se espera una cierta cantidad de ingresos de esos volúmenes; los ingresos de los volúmenes no cubiertos dependen del entorno de precios de las materias primas y de la producción. Si los precios y la producción disminuyen más de lo previsto cuando no están cubiertos, junto con un aumento de los gastos de operación, el impacto en el flujo de efectivo neto bursatilizado puede ser significativo a corto plazo.

Riesgo de Precio

Muchas transacciones cubrirán todo o una parte del riesgo de precio asociado con el producto; sin embargo, los niveles de RCSD a cobertura también se pueden utilizar para mitigar el riesgo de precio. Los precios del petróleo y del gas están sujetos a, entre otros, los fundamentos de la oferta y la demanda a escala global y local, lo que puede generar volatilidad en los precios. Una transacción con cobertura de precios puede mitigar la volatilidad en el flujo de efectivo y, de esta manera, resultar en niveles de RCSD a cobertura menos volátiles. Ante una falta de cobertura sustancial o apalancamiento menor, Fitch espera que las transacciones cubran los diferenciales base y de hidrocarburos a fin de mitigar el riesgo de precio, dado que los escenarios de estrés de Fitch tendrán un impacto sustancial en los flujos de efectivo previstos. Fitch espera que los proveedores de cobertura cumplan con los requisitos planteados en la "Tabla del Riesgo de Calificación del Derivado" del reporte "Metodología de Calificación de Contraparte de Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos: Apéndice de Derivados". Fitch no da crédito al colateral, por lo que se basa en los plazos de subsanación y en el lenguaje de sustitución de los acuerdos de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Si una contraparte de cobertura está sujeta a una rebaja por debajo de los requisitos para el nivel de calificación, ello podría repercutir en la calificación de la transacción.

Los volúmenes cubiertos para cada transacción deben tener en cuenta la exposición de los SPV, evaluando si el impacto de los impuestos, otros intereses o una menor producción pueden llevar a una situación en la que los volúmenes estén sobre cubiertos o el flujo de efectivo neto bursatilizado se vea afectado. Los tipos de cobertura para estas transacciones pueden variar entre swaps, collars, swaptions u otros instrumentos. Cada transacción tendrá una estrategia de cobertura diferente basada en la composición de la cartera subyacente. Fitch utilizará el precio mínimo al considerar determinados instrumentos en su análisis de supuestos base y de escenarios. Las estrategias de cobertura de cada transacción difieren especialmente en cuanto a los plazos, ya que algunas coberturas de hidrocarburos se extienden más allá de la vida de la transacción, como en el caso del gas natural, y otras, como la cobertura de base del gas natural, sólo se extienden un período fijo de tiempo debido a que la falta de liquidez hace que no sea rentable añadir más antes del cierre. Muchas transacciones optan por renovar las coberturas, añadiendo más antes de un período determinado. Fitch no da crédito explícito a las coberturas futuras, pero lo tendrá en cuenta en su evaluación general de la transacción.

Las transacciones con flujo de efectivo protegido del riesgo de precio pueden alcanzar calificaciones en la categoría A, pero las transacciones con alguna exposición al riesgo de precio se limitarán en 'BBB+' si la RCSD mitiga este riesgo. Fitch will not assign investment grade ratings if transactions are substantially exposed to price risk unless there are other structural protections which mitigate this risk. 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, al incorporar las particularidades de transporte y opciones relacionadas con los puntos de entrega.

Aunque la mayor parte del riesgo de precios está cubierta, hay una parte que no lo está, y el caso base de Fitch se ajusta para esta exposición al determinar un supuesto de precios a largo plazo para cada materia prima. Este supuesto de precios a largo plazo se informa mediante una combinación de los supuestos actuales de la tabla de Finanzas Corporativas de Fitch sobre el precio del petróleo y gas, y otros factores que consideran las condiciones actuales del mercado y el horizonte de riesgo de la exposición. El equipo de Finanzas Corporativas de Fitch evalúa trimestralmente la tabla de precios, considerando la dinámica de oferta y demanda, así como el entorno económico actual.

Diferenciales de Base

Los diferenciales de base, o la diferencia en los precios entre el punto de referencia y el punto de entrega, también pueden impactar los flujos futuros de efectivo. La base suele estar en función de la oferta y la demanda, y fluctúa por estaciones o cuando se producen fenómenos meteorológicos graves, sobre todo en el caso de gas natural. Los diferenciales de base pueden variar de una región a otra y no siempre pueden analizarse de la misma manera. Por ejemplo, el diferencial de una zona que suministra a un lugar que constantemente necesita energía puede ser generalmente positivo, mientras que otra región puede no tener capacidad para exportar la energía y el diferencial será negativo. Los posibles desplazamientos que aumenten los diferenciales de base pueden limitar los ingresos previstos en las transacciones a corto o mediano plazo, mientras que los cambios al alza pueden proporcionar flujo de efectivo adicional relacionado con los volúmenes no cubiertos. Estos desplazamientos al alza a corto plazo no benefician los volúmenes cubiertos y crean una mayor carga fiscal que también puede impactar el flujo de efectivo neto bursatilizado. Al evaluar la transacción, Fitch considerará la información histórica del diferencial de base relevante y los precios realizados del emisor para determinar la correlación a través de diferentes entornos de precios.

Características Estructurales y Apalancamiento de la Transacción

Las calificaciones de las transacciones de petróleo y gas se basan en el riesgo potencial de producción y generación, por lo tanto, están limitadas a calificaciones dentro de las categorías 'BBB' y 'A', aunque las calificaciones podrían estar aún más limitadas dependiendo de la facilidad y probabilidad de reemplazar al operador subyacente. Otros factores limitantes son la volatilidad de la producción y los gastos, así como el apalancamiento general informado por el indicador de RCSD y el indicador de cobertura de la vida del préstamo (LLCR; *loan life coverage ratio*). El indicador de crédito a valor (LTV; *loan-to-value*) también se toma en cuenta en el análisis de Fitch, pero se considera más como un resultado dependiente de los informes actuales de reservas y de las estimaciones de precios futuros, que pueden ser algo volátiles. Las calificaciones de estas transacciones también pueden estar limitadas por los riesgos relevantes de las contrapartes.

Las bursatilizaciones de petróleo y gas tienen un principal diferible, lo que limita la dependencia de los niveles de RCSD en los escenarios de sensibilidad y estrés, ya que se basan en un calendario establecido al momento del cierre. Sin embargo, el apalancamiento puede evaluarse en el caso base de Fitch y en el análisis del informe del II con referencia a los niveles de RCSD. Estos no siempre son comparables con otras transacciones de flujos futuros, ya que el riesgo de producción es más bajo y el flujo de caja neto bursatilizado es neto de gastos, aunque son más comparables con los niveles de RCSD observados en financiamiento de proyectos, el vencimiento esperado para transacciones tiende a ser de cinco a diez años, menor que la mayoría de las transacciones de financiamiento de proyectos. Además, la amortización tiende a ser estructurada considerando la naturaleza agotable del activo. Fitch espera que el nivel de RCSD se calcule utilizando un flujo de caja neto bursatilizado que considere todos los gastos operativos, así como los gastos de las transacciones principales. Las transacciones también se benefician de cuentas de reserva de liquidez que no se incluyen en los cálculos de RCSD.

Los niveles de cobertura esperados pueden variar mucho dependiendo de cuánto se mitigará el riesgo de precio. Suponiendo que el riesgo de precio y el riesgo de desviación sean limitados, las calificaciones BBB y A relacionadas al West Texas Intermediate (WTI) y al Henry Hub (HH) tendrán una RCSD de mayor de 1.3x, considerando los flujos de efectivo del caso base, según Fitch.

Además de la RCSD, Fitch utiliza el LLCR para evaluar tanto en el caso base como en escenarios de estrés. Los LLCR se calculan utilizando los futuros flujos de efectivo netos bursatilizados generados por los activos subyacentes, descontados por el costo promedio ponderado de la deuda y divididos por el saldo principal neto pendiente. Esto permite a Fitch comparar adecuadamente las transacciones y determinar si hay suficiente flujo de efectivo para pagar las operaciones en diferentes escenarios. En su caso base, Fitch espera que el LLCR sea al menos de 1.3x a 1.4x, dependiendo de las características de la transacción, para calificaciones de grado de

inversión. En escenarios de estrés, Fitch espera un LLCR de al menos 1.0x hasta el vencimiento legal final para garantizar el repago bajo las pruebas de estrés.

El LTV también se considera al medir el endeudamiento total y normaliza el perfil de amortización y las tasas de agotamiento. Los niveles de LTV se calculan utilizando la metodología de valorización PV10, al considerar los precios futuros promedio, que es una metodología usual en la industria. Sin embargo, dado que el LTV se basa en el informe de reservas actual y en los precios de la valoración, Fitch considera que el LTV es más bien un resultado de punto en el tiempo. Los niveles correspondientes de LTV para coberturas de 1.3X-1.6X se encuentran entre 60-75%.

Estas bursatilizaciones suelen contar con protecciones estructurales que incluyen mecanismos de barrido de efectivo retrospectivos basados en la RCSD y niveles de seguimiento de la producción que ayudan a proteger a los inversionistas si la cobertura o el rendimiento no alcanzan los niveles de II esperados. Los detonantes de LTV proporcionan cierta visión prospectiva en lo que se refiere al apalancamiento general en relación con el valor actual previsto. Los activadores de barrido de efectivo permiten que las transacciones reduzcan el apalancamiento de manera acelerada. Fitch evalúa las protecciones estructurales de cada transacción, ya que los niveles de estos activadores de barrido de efectivo varían de una transacción a otra y pueden ser barridos parciales o totales dependiendo de la documentación. Estas transacciones también se benefician de las cuentas de reserva de liquidez, que suelen ser equivalentes a seis meses de intereses y gastos preferentes, que se liberan mensualmente sujetas a un límite mínimo que es un porcentaje del importe inicial.

Existen múltiples estructuras de bursatilizaciones de petróleo y gas. Al igual que con otra clase de activos, una única cartera puede respaldar una estructura de tramo único o múltiples tramos de notas sénior y subordinadas, con una capacidad limitada para emitir notas o agregar más activos. Otra estructura es el fideicomiso maestro, donde un solo grupo de activos puede soportar múltiples emisiones de tramos con la incorporación de garantías que cumplan con ciertos criterios de elegibilidad. Para cada emisión bajo estas estructuras, Fitch volverá a calificar toda la transacción para determinar si la garantía actual puede respaldar las notas existentes y nuevas. En estas transacciones, Fitch presta especial atención a la forma que la documentación maneja la disposición de activos y cómo se distribuyen los ingresos.

Escenario de Análisis

Como parte de su análisis de transacciones nuevas, Fitch aplicará diferentes niveles de estrés, a partir del primer año, incluyen lo siguiente: 1) una reducción de 5%-15% de la producción esperada por Fitch en el caso base durante la vida de la transacción; 2) estrés sobre los gastos entre 5% y 15% de incremento en el ajuste de caso base de Fitch durante la vida de la transacción; 3) estrés sobre el precio de largo plazo considerando un nivel de WTI de USD35 para petróleo y un nivel de HH de USD1.8 para gas. Para las transacciones cuya mezcla de hidrocarburos incluye líquido de gas natural (LGN), Fitch evaluará el colectivo para determinar el porcentaje del estrés del precio de Fitch para el WTI, hasta 40%, lo cual se divulgará en los reportes de calificación de Fitch. La agencia estresará la porción sin cobertura del diferencial en el precio entre 10% y 30%; sin embargo, dependiendo de los detalles en la cartera y el historial de volatilidad, Fitch evaluará si ajustará o no este estrés para reflejar la volatilidad adicional. Fitch ejecuta un análisis de pares y evalúa los niveles de precios de punto de equilibrio específicos para cada transacción al asignarse una calificación final.

En ambientes de precios bajos, Fitch correrá pruebas de estrés, considerando un recorte de 20% en el nivel de precio actual, calculado considerando la curva *forward* de 12 meses. La agencia aplicará vectores de precios adicional para analizar la sensibilidad a un ambiente prolongado de precios bajos o altos.

Ejemplo de Flujo de Efectivo Mensual de la Transacción WTI – Estrés en ‘BBB’

	Caso Ingeniero 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
Diferencial de precio (USD)	-5.00	-5.00	- 6.00 (+20%)

Ejemplo de Flujo de Efectivo Mensual de la Transacción WTI – Estrés en ‘BBB’

	Caso Ingeniero Independiente (IE)	Caso Base de Fitch	Prueba de Tensión
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 operativo mensual (USD)	2,100,000	2,205,000(+5%)	2,415,000 (+15%)
RCSD (Veces)	1.46	1.30	1.02

85% del volumen de producción bajo el caso base con cobertura de USD55 por barril.
Fuente: Fitch Ratings

Fitch definirá su nivel de estrés para el nivel de calificación ‘BBB’. Niveles inferiores de calificación se determinarán haciendo una interpolación entre el caso de estrés de Fitch y el caso base de Fitch. Los niveles de calificación más altos se determinarán al utilizar la interpolación descrita, a partir de ‘BBB’. Estos incluirán estreses relacionadas con producción, gastos, costos y diferenciales.

Asimismo, aplicará estreses de sensibilidad adicionales respecto a las pruebas de estrés del caso base de Fitch durante la vida de la transacción. Lo anterior incluye:

- Estreses al alza de los precios para enfrentar las posibles repercusiones de coberturas, impuestos y gastos relacionados con los precios de las materias primas;
- Niveles de equilibrio de los estreses en la producción, precios y gastos;
- Calendario y duración de los estreses.

Monitoreo

Fitch monitoreará el desempeño de la transacción de forma regular y revisará cada transacción al menos una vez al año, o con mayor frecuencia si es necesario. Fitch revisa el rendimiento de los activos y las obligaciones correspondientes para informar su análisis y el caso base de Fitch. La agencia también espera recibir un informe actualizado de un II cada año como parte de su análisis.

Dado que la naturaleza operativa de los activos, las características estructurales como el principal diferible y el desplazamiento de coberturas futuras, junto con los ciclos de los precios de materias primas, afectarán las coberturas mensuales, las cuales se abordan mediante activadores. El análisis de Fitch se basa principalmente en el LLCR y el repago en el caso base de Fitch.

Además, Fitch utilizará diversas pruebas de estrés y sensibilidades para dar a conocer su análisis de calificación. Estas incluirán actualizaciones de los ajustes al caso base de Fitch basados en el desempeño histórico desde el cierre, estreses de precios usando los supuestos actuales de precios de petróleo y gas corporativos de Fitch. Fitch también utilizará su caso base actualizado por dos años e introducirá un impacto similar al caso de estrés inicial para los siguientes dos años, seguido de un retorno al caso base de Fitch. Este estrés de dos años se utiliza para simular una recesión prolongada en el sector.

Fitch considera cambios en la calificación cuando se han producido cambios importantes, como la adición de un número sustancial de coberturas que respalden el flujo de caja a largo plazo o si un nuevo informe de reservas muestra una disminución significativa en las reservas que ya no respalda la calificación actual.

Para evitar o reducir la volatilidad de las calificaciones, Fitch espera ver un desempeño mejorado sostenido antes de subir una categoría. Las disminuciones en el flujo de caja no justifican una baja en la calificación si la disminución no se considera sostenible o si el flujo de caja actual no refleja el valor futuro.

Para las transacciones con la capacidad de emitir deuda adicional en el futuro, generalmente no se consideran alzas en la calificación.

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 niveles de RCSD más altos pueden mitigar este riesgo o se puede limitar la calificación de la transacción.

El análisis legal de Fitch para las transacciones 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, intereses o regalías variará según el instrumento utilizado y la jurisdicción, el país o el estado si se encuentra en Estados Unidos.

Apéndice D: Bursatilizaciones de Programas de Lealtad de la Aerolínea

Las bursatilizaciones de programas de lealtad de las aerolíneas están respaldadas por los flujos de efectivo generados por su programa de viajeros frecuentes. Según la estructura, esto incorpora los pagos de licencia de la aerolínea y los derechos legales sobre los flujos de efectivo subyacentes cobrados.

Las emisiones respaldadas por programas de lealtad pueden calificarse por sobre la IDR de la aerolínea, cuando hay una disminución de la probabilidad de incumplimiento. Fitch determinará la probabilidad de incumplimiento de la transacción mediante un ajuste en el nivel de calificación al alza de la IDR de la aerolínea con la GCA y el factor de afirmación. La evaluación que Fitch hace de la probabilidad de negocio en marcha de la aerolínea, la cual mide la probabilidad de que la aerolínea permanezca en funcionamiento durante el ciclo de la transacción, limitará la calificación de la transacción; sin embargo, la evaluación del factor de afirmación puede disminuir la cantidad de niveles de aumento de la puntuación de la GCA determinada.

Una revisión de la importancia de la licencia de propiedad intelectual para la operación de la empresa y sus incentivos generales determinarán la probabilidad de que la empresa o el licenciatario ratifiquen la licencia en un escenario de quiebra (el factor de afirmación). Atributos más fuertes con una obligación relativamente menor, en relación con el balance general, permitiría obtener un factor de afirmación alto y, por lo tanto, la mayor diferenciación de la IDR de la empresa.

El aumento máximo de la calificación permitido según el factor de afirmación se aplicará a las transacciones con las aerolíneas calificadas en el extremo inferior de la escala. Estas entidades son más susceptibles a los incumplimientos a corto plazo y Fitch tiene más visibilidad relacionada con el resultado potencial de cualquier escenario de quiebra o incumplimiento, así como de la probabilidad de reorganización, en comparación con la liquidación y la afirmación o el rechazo de la licencia. Para originadores con calificaciones mayores, Fitch calibrará el alza del ajuste de nivel, ya que la probabilidad de quiebra es menor y la previsibilidad del resultado es más incierta, mientras que el aumento máximo de las entidades de grado de inversión no es de más de dos niveles. La agencia aplicará un aumento limitado, si lo hubiera, cuando se determine que la afirmación de la licencia es baja.

Factor de Afirmación

Estimación de Fitch de la Posibilidad de Afirmación			
Rango de Calificación	Bajo	Medio	Alto
B+ y menor	0–2	3	4
Categoría BB	0–1	2	3
BBB– y superior	0	0–1	2
Fuente: Fitch Ratings			

Las reservas de liquidez son necesarias para cubrir cualquier posible retraso que pudiera afectar la transacción durante el proceso de bancarrota, con un mínimo de tres meses de liquidez para obtener calificaciones equivalentes a las alineadas con las consideraciones de la GCA y el factor de afirmación. En los casos en que haya una liquidez más sólida contemplada como parte de la estructura (por ejemplo, de 12 a 18 meses de liquidez), Fitch puede considerar el aumento de un nivel adicional sobre el factor de afirmación. El aumento de las reservas de liquidez de más de 12 meses se considerará un beneficio adicional, en la medida en que la probabilidad de incumplimiento disminuya, debido a cualquier demora adicional durante los procedimientos de quiebra o las caídas potenciales del flujo de efectivo temporalmente por debajo de una RCSD de 1.0x. Sin embargo, la calificación de la transacción se verá limitada, en última instancia, por el aumento máximo permitido por la puntuación de la GCA, independientemente de la liquidez.

Afirmación o Rechazo de la Licencia

En virtud del proceso de bancarrota del Capítulo 11, un licenciatario podría decidir asumir o rechazar un acuerdo de licencia de propiedad intelectual. El plazo de la decisión de asumir o rechazar el acuerdo no se aborda específicamente dentro del código de quiebras, pero los pagos deben seguir realizándose de manera oportuna para utilizar los activos de propiedad intelectual (PI) asociados con el acuerdo de licencia específico.

En la evaluación de la probabilidad de afirmación o de pagos continuos en el acuerdo de una licencia en particular (factor de afirmación), Fitch considera la importancia estratégica de la propiedad intelectual y los incentivos generales de la aerolínea para seguir cumpliendo con estas obligaciones. Estos incentivos se relacionan con la contribución financiera del programa de lealtad a las finanzas generales de la aerolínea, el tamaño relativo de la obligación y cualquier multa asociada con la terminación del acuerdo de licencia. La evaluación de Fitch de este factor de afirmación se podría considerar como bajo, medio o alto.

Fitch considera una proporción de tamaño de la deuda a los pasivos totales consolidados de entre 10% y 20%, lo suficientemente pequeña para permitir calificaciones hasta el alza máxima, a la cual se traduciría la puntuación de la GCA. Una proporción de entre 20% y 50% se considera promedio y permitiría calificaciones de uno o dos niveles sobre la IDR de la empresa. En el caso de las deudas de más de la mitad de los pasivos totales consolidados de la empresa, es poco probable que Fitch diferencie la calificación de la transacción de la IDR de la compañía. En estos casos, Fitch siempre analizará los posibles beneficios que la estructura trae para la disposición de la empresa a pagar y podría permitir alguna diferenciación.

Una revisión de la importancia estratégica del activo de propiedad intelectual (PI) para las operaciones de la aerolínea incluirá la evaluación del flujo de efectivo de la garantía. Se espera que la probabilidad de afirmación aumente cuando se considere el nivel de contribución del programa de viajero frecuente a los ingresos y la rentabilidad de la empresa, si la garantía proporciona fuentes diversificadas de flujo de efectivo para la aerolínea y la obligación no es significativa en relación con el resto de obligaciones de la compañía. Además, la evaluación del flujo de efectivo sobre la garantía subyacente incluye el cálculo de las proporciones de servicio de la deuda y la ejecución de escenarios de sensibilidad, basado en la visión de Fitch del rendimiento futuro esperado.

Aunque Fitch no da crédito explícito al valor de mercado de los activos de propiedad intelectual, este valor es importante para el análisis cualitativo que hace a la hora de evaluar la probabilidad de afirmación.

El análisis de afirmación también incorpora las protecciones legales presentes en el código de bancarrota y las características estructurales incorporadas en la transacción, las cuales aumentan la disposición de la empresa a pagar la tarifa del acuerdo de licencia. Además de transferir legalmente los activos de propiedad intelectual, se espera que los tenedores de bonos tengan seguridad perfeccionada de primera prioridad en las obligaciones contractuales de la aerolínea y otros terceros. Se considerarán otras protecciones y desincentivos para rechazar la licencia, incluidas las sanciones por terminación y otros daños que se activen al finalizar el acuerdo de licencia.

Las consideraciones para determinar el factor de afirmación se indican en la siguiente tabla. Cuando Fitch aplique esta tabla para evaluar el factor de afirmación, buscará que se cumplan la mayoría de los factores. La importancia de estos factores para la decisión final es la de desarrollar una visión a fin de determinar el factor de afirmación y esto variará según los detalles específicos de la transacción. En algunas circunstancias, se puede evaluar una de las categorías por debajo o por encima de las demás, superando a los demás factores y se puede determinar una categoría superior o inferior. Entre los factores, se incluyen (i) la importancia estratégica del activo para las operaciones de la aerolínea, (ii) la contribución financiera del programa a la aerolínea, (iii) la proporción del tamaño de la deuda en comparación con los pasivos de financiamiento totales de la aerolínea, (iv) la proporción de la RCSD (v) las características o mejoras estructurales. Estos factores se caracterizan como altos, medios o bajos, según la evaluación de cada uno.

Factor de Afirmación

	Importancia Estratégica para la Operación de la Aerolínea	Contribución Financiera a la Aerolínea	Deuda como Porcentaje del Financiamiento Total	Proporción de Cobertura	Características Estructurales
Alto	El rechazo afectaría gravemente a las operaciones	• El programa de millas representa la mayor parte del valor de empresa • Más de 10% de los ingresos totales de la aerolínea • Más de 20% de EBITDA	Del 10% a 20% de los pasivos totales	Más de 2.0x	• Posesión de propiedad intelectual • Primera prioridad comprometida en cuentas y otros activos. • Garantía de la aerolínea. • Otras características estructurales o desincentivos, incluidos los daños por liquidación
Medio	El rechazo tendría cierto nivel de impacto en las operaciones	• El programa de millas representa una parte grande del valor de empresa, pero existe cierto valor • Más de 5% de los ingresos totales de la aerolínea • Más de 10% de EBITDA	Del 20% a 50% de los pasivos totales	1.5x	• Posesión de propiedad intelectual • Primera prioridad comprometida en cuentas y otros activos • Garantía de la aerolínea • Otras características estructurales o desincentivos, incluidos los daños por liquidación
Bajo	El rechazo tendría un impacto limitado en las operaciones	• El programa de millas representa una parte pequeña del valor de empresa • Menos de 5% de los ingresos totales de la aerolínea • Menos de 10% de EBITDA	Más de 50% de los pasivos totales	Menos de 1.0x	• Posesión de propiedad intelectual • Primera prioridad comprometida en cuentas y otros activos • Garantía de la aerolínea • Otras características estructurales o desincentivos, incluidos los daños por liquidación

Fuente: Fitch Ratings

Fitch evaluará la importancia estratégica del activo para las operaciones de la aerolínea. Para ello, tendrá en cuenta la importancia crítica del programa de lealtad para las operaciones diarias de la aerolínea y su contribución a la diversidad general de los flujos de efectivo que esta recibe. Fitch analiza la contribución financiera a la aerolínea al considerar la contribución del programa de lealtad al valor de empresa, los ingresos totales y la contribución al EBITDA.

El potencial de afirmación considera el tamaño relativo de la deuda con los pasivos financieros totales de la aerolínea. Fitch analizará los pasivos generales de la empresa consolidada, a fin de evaluar la magnitud y las características subyacentes de estas obligaciones. La agencia considera que una transacción con un tamaño de deuda relativo a los pasivos financieros totales de la entidad consolidada de menos de 20% es capaz de lograr la diferencia máxima de calificación permitida por la puntuación de la GCA y el factor de afirmación.

En su análisis, Fitch también realizará una evaluación de los flujos de efectivo sobre el colateral a través de la medición del nivel de RCSD. Los niveles de RCSD se calculan dividiendo el servicio de la deuda pagadero durante un período específico sobre los ingresos. En el escenario del caso base de Fitch, la RCSD se calcula considerando los ingresos históricos, de últimos 3 a 5 años, generados por el programa de lealtad, los cuales serán ajustados por cualquier información complementaria de la industria pertinente y las aportaciones del equipo corporativo de la agencia. Fitch pondrá a prueba estos flujos de efectivo, considerando el ciclo económico actual con mayores recortes a los flujos de ingresos y presiones sobre las tasas de interés, cuando corresponda. La agencia ejecutará diversas sensibilidades para probar la resiliencia de los flujos de efectivo y determinar los escenarios de equilibrio con el fin de usarlos como *input* en la evaluación de la afirmación. Para asignar un factor de evaluación alto Fitch espera que los niveles de RCSD del caso base superen las 2x, a fin de alcanzar el potencial máximo de aumento de calificación, según se describe en la puntuación de la GCA y el factor de afirmación.

Fitch considera que las mejoras y las características estructurales presentes en la transacción aumentan la probabilidad de afirmación en proceso de bancarrota. Fitch revisa la prelación (*seniority*) de los tenedores de bonos, la estructura de posesión de propiedad intelectual, los intereses de seguridad perfeccionados de primera prioridad en las cuentas de cobranza y otros activos, cualquier garantía de la aerolínea, así como cualquier característica estructural o desincentivos adicionales, incluidas las reclamaciones por daños y perjuicios, entre otras.

INFORMACIÓN REGULATORIA COLOMBIA

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

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

NÚMERO DE ACTA DE COMITÉ: COL_2024_317

FECHA DE APROBACION COMITE DE CALIFICACION: 23 de Diciembre de 2024

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 “bursatilización” en lugar de “titularización” o “securitización”, términos cuyo uso depende del país.

AVISO LEGAL Y DIVULGACIÓN

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones en el siguiente 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. ESMA y FCA están obligadas a publicar las tasas de incumplimiento históricas en un archivo central de acuerdo al Artículo 11(2) de la Regulación (EC) No. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo del 16 de septiembre de 2009 y la Regulación de las Agencias de Calificación Crediticia (Enmienda, etc.) (Salida de la UE) de 2019, respectivamente. 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. Fitch Ratings realiza ajustes rutinarios y generalmente aceptados a la información financiera presentada, mismos que son acordes a las metodologías relevantes y/o estándares de la industria, a fin de procurar consistencia entre las métricas financieras de las entidades del mismo sector o clase de activos.

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 dissemination 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 © 2024 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. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.